DELLO STESSO AUTORE

Protezionismo industriale ed agricolo. – Estratto dagli « Studi Senesi », Vol. XVI-XVII, Torino 1900.

Brevi cenni storici sulla Colonizzazione Britannica, Treviso 1902.

L'espansione economica e coloniale del Giappone. – Estratto dal « Giornale degli Economisti », Vol. XXX, Serie 2ª, gennaio 1905.

L'espansione economica e coloniale della Germania. – Estratto dal « Giornale degli Economisti », Vol. XXX, Serie 2ª, agosto 1905.

Il regime e la concessione delle terre nelle colonie moderne. – Estratto dall' « Archivio Giuridico », Vol. II, Fasc. 3º, e Vol. III, Fasc. 1-2-3.

L'espansione commerciale e coloniale degli Stati moderni, Torino 1906.

Della ripercussione dei dazi variabili. – Estratto dal « Giornale degli Economisti », Vol. XXXII, Serie 2ª, aprile 1906.

Il regime delle terre in Algeria. – Estratto dalla « Rivista Coloniale », febbraio-marzo 1907.

Per un nuovo trattato di economia. – Estratto dalla « Rivista Italiana per le scienze giuridiche », Vol. XLII, Fasc. 2-3.

Il fattore economico dell'espansione coloniale. – Estratto dalla « Rivista Italiana di Sociologia », Anno XI, Fasc. 2º.

La funzione dei riporti nelle operazioni di Borsa. – Estratto dall' « Annuario della R. Scuola Sup. di Commercio di Genova », Anno 1906-7.

La colonizzazione, il movimento operaio e la questione sociale. – Estratto dalla « Riforma Sociale », luglio 1907.

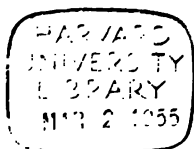
IN PREPARAZIONE:

Il meccanismo degli scambi e la sua evoluzione.

Emilio Monterosa

MARCO FANNO

LA MONETA
LE CORRENTI MONETARIE
ED IL RIORDINAMENTO DELLA CIRCOLAZIONE
NEI PAESI A FINANZE DISSESTATE

ROMA - TORINO - MILANO
FRATELLI BOCCA, EDITORI
Depositario generale per la Sicilia: O. FIORENZA, *Palermo*
Dep. gener. per Napoli e Prov.: SOCIETÀ COMMERCIALE LIBRARIA, *Napoli*
1908

ALLA SANTA E VENERATA MEMORIA

DI

MIO NONNO

MARCO DIENA

PREFAZIONE

Due sole righe di prefazione.

Fra i molteplici problemi economici che interessano da vicino gli studiosi quello delle correnti monetarie è certamente fra tutti uno dei più importanti. È in considerazione di questa sua importanza che abbiamo creduto opportuno di dedicargli il presente lavoro. In esso, partendo dai principii dell'economia classica e tenendo conto delle opere moderne più insigni sull'argomento, abbiamo esposto le leggi fondamentali della circolazione, corredandole di esemplificazioni storiche, e tenendo conto dei fattori principali che contribuiscono ad alterare la distribuzione internazionale dei metalli preziosi, con particolare riguardo al corso forzoso.

In un ultimo capitolo infine, riassunti i principii esaminati nel corso del lavoro, abbiamo riunito in una sintesi compendiosa tutte le leggi delle correnti monetarie, e di questa sintesi ci siamo giovati per tratteggiare a grandi linee la loro storica evoluzione.

Questa la tela del lavoro, tela semplice e modesta, alla quale, come il lettore vedrà, corrisponde il contenuto del lavoro.

Genova, luglio 1907.

M. F.

Però questa trasmissione della moneta metallica che, come abbiamo visto, viene promossa dal divario del suo valore nei due paesi, tende in ambo i paesi ad alterare sifattamente il suo valore da eliminarne o quasi ogni originaria divergenza.

Importando merci ed esportando moneta il primo paese tende infatti con ciò in duplice guisa ad elevarne il valore. Tende ad elevarne il valore in primo luogo, perchè aumentando la massa dei valori circolandi, accresce la domanda di moneta, ed in secondo luogo perchè diminuendone mediante l'esportazione la quantità ne scema l'offerta. Inversamente volgono invece le cose nell'altro paese. Onde se all'inizio di queste transazioni il valore della moneta era assai più basso nel primo che nel secondo paese, collo svolgersi di queste correnti incrociate di moneta e di merci, tali differenze di valore andranno via via eliminandosi. E queste reciproche importazioni di merci e di moneta, continueranno finchè il valore della moneta non si sia nei due paesi per tal modo aggiustato, da equilibrare perfettamente le reciproche importazioni ed esportazioni di merci senza bisogno di ulteriori trasmissioni di metallo.

Il punto d'equilibrio al quale cessano le spedizioni del numerario è dato dal costo di produzione della moneta. Il costo di produzione è per la moneta al pari che per qualsiasi altro prodotto, il centro verso cui gravitano le oscillazioni del suo valore corrente. Ogni deviazione del valore dal costo, producendo variazioni inverse nei prezzi interni, tende a sprigionare le forze chiamate a ricondurre il valore nei limiti del costo (1).

Qui però conviene a questo proposito aprire una breve parentesi. In un regime di moneta coniata i prezzi di tutti i prodotti, i quali per contrapposto determinano il valore di scambio della moneta, si esprimono in base al suo valore legale. Ma, esistente la libertà di coniazione il valore legale della moneta tende a coincidere col suo valore intrinseco, cioè col valore del metallo di cui essa è composta (2). E questa coincidenza è tanto più completa e perfetta là dove come in Inghilterra la coniazione della moneta legale oltre che libera

(1) VALENTI. *Principii di scienza economica*. Barbèra 1906 pag. 558.
(2) GIDE. *Principii di Economia politica*. Ediz. italiana pag. [illegible]

è gratuita ai cittadini (1). Perciò in via generale il valore di scambio della moneta tende a coincidere col valore del metallo di cui è composta. E d'ora innanzi nel nostro esame potremo indifferentemente parlare del valore della moneta e del valore dei metalli preziosi.

Ciò posto, siccome il valore della moneta o, ciò che è lo stesso, il valore dei metalli preziosi tende ad uniformarsi al costo, vediamo ora da quali elementi dipenda il costo dei metalli preziosi per i vari paesi. Il costo anzitutto si determina in modo diverso secondo che si tratti di paesi produttori di oro e di argento, o di paesi che, essendo sprovvisti di miniere, debbono procurarsi i metalli per via d'importazione. Orbene, mentre nei paesi a miniere il costo dei metalli è dato dal loro costo di produzione, nei paesi sprovvisti di miniere esso è dato dal costo d'importazione (2).

Il costo di produzione risulta, come per ogni altro prodotto, dal complesso delle spese che in condizioni normali i produttori debbono sostenere per estrarre e raffinare il metallo. aumentate coteste spese del profitto medio a cui il produttore ha diritto. Esso produttore spende, per estrarre il metallo una determinata quantità di moneta, cioè una data quantità di metallo; ed il metallo estratto deve, se il suo valore coincide col costo, eccedere la quantità di metallo speso, di un ammontare esattamente uguale al profitto normale.

Supponiamo ora che il valore di scambio del metallo prezioso si elevi al di sopra del costo di produzione. In tal caso i prezzi tutti ribasseranno, e ribassando con essi i prezzi di tutti gli elementi del costo d'estrazione del metallo, ribasserà in ultima analisi il suo costo effettivo. Perciò i produttori che con costo minore ottengono la stessa massa di metallo di prima, faranno d'ora innanzi guadagni eccezionali; e, spinti da tali guadagni, aumenteranno la produzione finchè il valore del metallo non si sia sifattamente depresso, da provocare coll'aumento generale dei prezzi, l'aumento del costo d'estrazione del metallo e da far sì quindi che il suo valore torni nuovamente a coincidere

---

(1) NASSE, *Della Moneta*, nella *Bibl. dell'Econ.*, Serie III, Vol. XIII, pag. 277.

(2) BASTABLE, op. cit., pag. 69; MILL, op. cit., pag. 407.

col costo. Inversamente avviene nel caso di ribasso dei metalli preziosi. Ma senza insistere su ciò, da quanto fu detto fin qui resta provato che il costo dei metalli preziosi dipende nei paesi a miniere dal loro costo di produzione, e che ogni deviazione del valore dal costo, provocando un aumento od una diminuzione della produzione, tende in breve tempo a ricondurre il valore nei limiti del costo di produzione (1).

Passando ora ai paesi sprovvisti di miniere e che perciò non possono procurarsi i metalli preziosi altro che acquistandoli all'estero il loro costo come si sa è dato dal costo d'importazione. E questo risulta dal costo delle merci esportate in ricambio e dalle spese di trasporto. Le spese di trasporto constano complessivamente delle spese sostenute pel trasporto della merce dal paese esportatore al paese a miniere e delle spese pel trasporto del metallo dal paese a miniere all'altro paese: spese tutte coteste che, come sappiamo, vengono a ripartirsi fra i due paesi contraenti in proporzioni differenti secondo il giuoco della domanda reciproca (2). In quanto al costo delle merci esportate in ricambio esso dipende dalla potenzialità dell'industria destinata a produrle e dalla quantità di queste merci che viene data in cambio del metallo importato. Tale potenzialità dell' industria è in istretta relazione col grado di sviluppo e di perfezionamento industriale di un paese e aumenta col progredire di questo. Ma per quanto la potenzialità industriale sia soggetta a variazioni, essa però, come coefficiente del costo d'importazione, rappresenta almeno per periodi brevi di tempo, un elemento abbastanza costante. Non altrettanto invece può dirsi dell'altro elemento, cioè della quantità dei prodotti che vengono esportati in cambio dell'oro. Essa dipende essenzialmente dalla domanda reciproca. Ma la domanda reciproca influisce altresì, come abbiamo visto, sulla parte delle doppie spese di trasporto che resta a carico del paese importatore di oro, e quindi influisce in duplice guisa sul costo di questo. Ora la domanda internazionale dei vari prodotti, trovasi esposta ai capricci dei consumatori, alle vicende dei raccolti, alle intemperanze della spe-

(1) SUPINO, *Principii di Economia politica*, Ediz 2ª, p. 213.
(2) MILL, op. cit., pag. 399 e segg.

culazione, ed è perciò estremamente variabile. Quindi per quella parte che dipende dalla domanda reciproca il costo d'importazione dei metalli preziosi trovasi soggetto a continue ed incessanti oscillazioni.

Ma se il costo d'importazione è relativamente variabile, assai più variabile ne è il valore corrente, che dipende dagli elementi a noi noti della quantità, della rapidità di circolazione e del movimento degli affari. Però anche qui, come nel caso dei paesi a miniere, ogni più piccola deviazione del valore dal costo, pone in atto le forze chiamate a ricondurre il primo entro i limiti del secondo. Se infatti in un paese, rimanendo immutati gli altri fattori, il movimento degli affari aumenta improvvisamente, il valore della moneta per l'aumentata domanda aumenterà ed i prezzi tutti ribasseranno. Da ciò deriverà una diminuzione delle importazioni, un aumento delle esportazioni ed un conseguente afflusso di moneta metallica, il quale deprimendo l'eccessivo valore di questa, lo ricondurrà entro i limiti del costo d'importazione (1). E qui a questo proposito veggasi la fine e delicata struttura del complesso congegno che suscita e ricompone l'equilibrio economico. La massa del medio circolante che il paese a movimento degli affari aumentato è costretto ad importare per deprimerne il valore, è assai minore di quella di cui il paese sembrava avèr effettivamente bisogno nel momento in cui l'aumento del movimento degli affari si è manifestato. E ciò per due ragioni: In primo luogo perchè l'eccesso delle esportazioni, provocato dall'aumento del valore della moneta, diminuendo la massa dei beni da far circolare, scema la richiesta di medio circolante. In secondo luogo perchè la depressione generale dei prezzi, prodotta sempre dal primo rialzo del valore della moneta, deprimendo il valore internazionale del prodotto esportato in cambio della moneta, eleva il costo d'importazione di questa ed attenua per tal modo la deviazione del valore dal costo, rendendo più facile e pronto il ristabilimento del turbato equilibrio. Così costo e valore muovono l'uno verso l'altro, si ravvicinano rapidamente, fino a coincidere nuovamente fra loro. E tale loro rinnovata coinci-

---

(1) Supino, op. cit., pag. 218.

denza si raggiunge mediante l'importazione d'una massa di moneta meno che proporzionale all'aumento del movimento degli affari (1).

Inversamente avviene se il movimento degli affari diminuisce; ed in modo analogo poi si spiegano i fenomeni derivanti dal mutamento della velocità di circolazione della moneta. Se infatti la rapidità di circolazione, rimanendo immutate le altre condizioni, aumenta improvvisamente, si avrà un'improvvisa diminuzione del valore della moneta, ed un generale rialzo dei prezzi. Le importazioni aumenteranno, le esportazioni diminuiranno, e si avrà l'uscita di una massa di metalli preziosi meno che proporzionale all'aumento della rapidità di circolazione.

Inversamente, se la rapidità di circolazione diminuisce ed il prezzo della moneta si eleva, i prezzi interni ribasseranno. Le esportazioni segneranno un aumento, le importazioni una diminuzione, e nel paese entrerà una massa di moneta meno che proporzionale alla diminuzione della rapidità di circolazione.

Come dunque si vede tanto nei paesi a miniere, quanto nei paesi che ne sono sprovvisti il valore corrente della moneta non può permanentemente scostarsi dal valore di costo. Ogni più piccola deviazione di quello da questo, chiama subito in azione le forze contrarie destinate a ricondurre il valore nei limiti del costo. E tale loro coincidenza si raggiunge mediante l'uscita del metallo esuberante, o l'entrata del metallo deficiente, cioè si raggiunge in ogni caso mediante un'alterazione nella quantità della moneta circolante. Dal che si deduce l'importante teorema, che in un paese non può durevolmente circolare che la quantità di moneta strettamente necessaria ai bisogni degli scambi, vale a dire la quantità di moneta che vi può circolare al valore di costo.

§ 2. — *Il costo della moneta metallica e le sue variazioni.*

A proposito del costo d'acquisto della moneta pei paesi che sono sprovvisti di miniere di metalli preziosi, sorgono alcune questioni interessanti che torna opportuno esaminare. Tale costo, lo abbiamo visto, dipende dalla domanda reciproca, dalle

---

(1) LORIA, *Il valore della moneta*, nella *Bibl. dell'Econ.*, Serie IV, Vol. VI, VII, VIII, pag. 26.

spese di trasporto, dalla produttività dell'industria esportatrice; e tutti e tre questi elementi concorrono in proporzioni diverse a determinarlo. Ne segue che i paesi che hanno nel complesso una potenza produttrice assai limitata, i cui prodotti sono scarsamente ricercati all'estero, e che consistono per lo più di materie greggie il cui trasporto è costoso, sostengono un costo d'importazione dei metalli preziosi piuttosto elevato. Ora siccome il valore dei metalli tende ad eguagliarsi al costo e siccome altresì inversamente al loro valore varia il livello dei prezzi, così in cotesti paesi accanto ad un alto valore della moneta si avrà un basso livello dei prezzi.

Nei paesi invece in cui la potenza produttrice è elevata, in cui i prodotti d'esportazione sono manufatti d'alto valore e vivamente ricercati all'estero, il costo d'importazione dei metalli preziosi è assai depresso (1). E siccome ad un depresso costo e valore della moneta corrisponde un'alta scala dei prezzi, così in cotesti paesi si avranno prezzi elevati per tutti indistintamente i prodotti eccettuati però i prodotti d'esportazione (2); e cotesto ragguardevole divario tra il prezzo dei prodotti esportabili ed il prezzo dei prodotti non esportabili, riflesso immediato di un corrispondente cospicuo divario nei costi comparati di produzione, diviene per sè indice indubbio di un'alta potenza economica e di supremazia commerciale (3).

Con ciò appunto si spiega il predominio di prezzi elevati e di un alto costo della vita nei paesi ricchi e industrialmente progrediti, come si spiega altresì il predominio di prezzi bassi nei paesi poveri e poco sviluppati.

Ora se si segue l'evoluzione economica dei paesi civili attraverso gli stadî successivi del loro sviluppo, scorgesi che la maggiore o minore loro potenza produttrice dipende in gran parte dal grado loro di popolosità e che da questo quindi dipende a sua volta il diverso livello dei prezzi in essi predominante. Nei paesi nuovi, scarsamente popolati, ove solo le terre più fertili sono poste a coltura, il lavoro agricolo che produce le

(1) Nasse, op., cit., pag. 399.
(2) Cairnes, op. cit., pag. 441.
(3) Pantaleoni, op. cit., pag. 214.

merci d'esportazione possiede una grande efficacia; e questa, come elemento del costo d'importazione dei metalli preziosi compensa largamente le alte spese di trasporto che in caso di domanda reciproca sfavorevole cotesti paesi dovrebbero sostenere esportando prodotti greggi di poco valore. In cotesti paesi quindi il costo d'importazione dei metalli preziosi è depresso ed in corrispondenza ad esso è elevata la scala dei prezzi, come lo prova l'esempio del Canadà, dell'Argentina e di tutti in genere i paesi nuovi e le colonie.

Nei paesi vecchi densamente popolati invece, nei paesi vecchi, nei quali la coltura è stata spinta alle terre meno fertili e la produttività del lavoro agricolo marginale risulta depressa, quivi il costo d'importazione dei metalli preziosi è piuttosto elevato, e basso è in correlazione il livello dei prezzi. Con ciò spiegasi l'alto valore della moneta in Ispagna, in Grecia, in Russia e per lo più in tutti i paesi vecchi poco progrediti.

Finalmente nei paesi vecchi densamente popolati, ove la pressione delle genti ha ormai suscitato un fecondo rigoglio delle industrie, l'alta produttività del lavoro industriale, la quale s'accompagna a basse spese di trasporto per i manufatti esportati, determina un basso costo dei metalli preziosi e quindi un elevato livello dei prezzi. E con ciò si spiega il depresso valore della moneta in Inghilterra, in Germania, in Francia, nel Belgio in tutti insomma i paesi industriali, e si spiega altresì, il perchè del progressivo rincaro della vita in tutti i paesi durante il periodo in cui essi si trasformano da agricoli in manifatturieri.

Man mano infatti che un paese si trasforma da agricolo in industriale muta il carattere delle sue esportazioni. Da prodotti greggi esse si trasformano in manufatti. Ora finchè un paese vecchio densamente popolato è prevalentemente agricolo ed esporta materie prime e viveri, ogni nuovo aumento della popolazione, ponendo in atto la legge della produttività decrescente, eleva il costo marginale dei vari prodotti, e con esso eleva il costo dei prodotti esportati in cambio dei metalli preziosi, cioè eleva in pari tempo progressivamente il valore di questi. Ma non appena la trasformazione in paese industriale sia un fatto compiuto e i manufatti diventino il prodotto prevalente d'esportazione, tosto ogni nuovo incremento delle genti

ponendo in atto la legge della produttività crescente (1), deprime il costo dei manufatti che si esportano in cambio dei metalli preziosi, cioè deprime il costo d'importazione di questi. Ma v'ha di più. Imperocchè col sostituirsi delle esportazioni dei manufatti a quelle dei prodotti greggi, scemano a parità di valore le spese complessive di trasporto, e scema quindi probabilmente quella parte di esse che resta a carico del paese esportatore e che costituisce per esso un elemento del costo d'importazione dei metalli preziosi (2). Perciò la trasformazione da agricolo in industriale contribuisce in duplice guisa a deprimere per un paese il costo d'importazione della moneta. E dopo di ciò non è a meravigliarsi se precisamente durante questo periodo, il costo della vita tenda in ogni paese a progressivamente elevarsi. Esso si è elevato in modo spaventevole in Inghilterra verso la fine del secolo XVIII; si è elevato in Germania dopo il 1870 e si eleva tuttora nel Giappone e in Italia con sacro orrore dei nostri connazionali.

Ma altre ragioni contribuiscono a rendere in questo periodo ancor più intollerabile il peso già per sè grave del rialzo dei prezzi. Infatti il periodo di trasformazione in discorso è ad un tempo il periodo nel quale in ogni paese si compie lo sfacelo della classica famiglia patriarcale, nel quale in ogni paese viene per la prima volta a formarsi una classe numerosa di proletari. Ma questi proletari, condannati in sul principio a rimanere disorganizzati, trovansi appunto per ciò in sul principio impotenti a resistere alla pressione dei padroni, e pur di non rimaner senza lavoro, s'accontentano di una mercede ognor più meschina. Perciò, in questo periodo in cui il costo della vita si eleva, i salari, per maggior aggravante si abbassano (3). E le classi lavoratrici, ridotte in condizioni stremate, erompono in violenti ribellioni e proteste. Cosicchè le sommosse che precisamente in tale periodo scoppiano frequenti in ogni paese, altro non sono che il portato di questo

(1) Vedi la nostra: *Espansione*, ecc., pag. 291-99.

(2) Ricardo, op. cit., pag. 445.

(3) Loria, *Analisi della proprietà capitalistica*, Torino 1889, Vol. II, pag. 269.

fatale contrasto di tendenze, nel quale trovasi travolto l'intero assetto sociale, contrasto di tendenze, per cui mentre da un lato le mercedi irresistibilmente declinano, dall'altro lato i prezzi dei viveri, favoriti dalla rapida discesa del valore della moneta, che lo sviluppo industriale promuove, ascendono con brutale indifferenza e cinismo ad altezze inattese e prima d'allora ignorate.

§ 3. — *Della circolazione metallica e della circolazione fiduciaria.*

Nel considerare il costo ed il valore della moneta noi abbiamo tenuto conto sin qui soltanto del costo unitario, che, come abbiamo visto, ha ripercussione immediata sui prezzi. Ma accanto al costo unitario ha somma importanza il costo complessivo della moneta, inquantochè da esso si misura il sacrificio che un paese sostiene per provvedersi del medio circolante necessario. La moneta metallica è infatti un bene il cui acquisto implica un costo, ma è un bene per sè sterile cioè privo di utilità diretta. Ora un paese che voglia procurarsi il medio circolante necessario in moneta metallica deve per farlo rinunciare ad una parte dei beni che possiede o che altrimenti possederebbe, per scambiarli con un ammontare equivalente di moneta. Ma in tal modo esso viene a scambiare dei beni utili contro un bene sterile e sotto ogni rapporto privo di utilità. Ed in ciò sta il sacrificio inerente all'acquisto della moneta metallica, sacrificio il quale risulta dal costo unitario della moneta moltiplicato per la sua quantità (1).

Ma appunto perchè la moneta è un medio circolante costoso, appunto per ciò procurasi al giorno d'oggi di limitarne l'uso al massimo grado. Ed in tutti i paesi dotati di un buon sistema di credito sostituiscesi ad una circolazione strettamente metallica, una circolazione mista cioè in parte metallica e in parte fiduciaria. Emessa da istituti bancari la carta fiduciaria è convertibile a vista, e appunto per ciò circola alla parità di

---

(1) MESSEDAGLIA, *La moneta e il sistema monetario in generale*, Roma 1881, pag. 45; SMITH, *Ricchezza delle Nazioni*, nella *Bibl. dell'Econ.*, Serie I, pag. 197 e segg.

valore del metallo che sostituisce (1). Comodo mezzo di pagamento perchè poco ingombrante e di facile trasmissione, il biglietto di banca finisce a poco a poco nei paesi evoluti coll'essere preferito alla stessa moneta metallica. E questa per tal modo respinta dalla circolazine si ricovera nei forzieri dei grandi istituti di emissione, che diventano così i depositari della riserva metallica dell'intero paese (2).

Se non che la circolazione fiduciaria, quantunque sostituisca assai bene quella monetaria, non può prescindere da essa. Tutto l'edificio del credito poggia sulle basi incrollabili della riserva metallica. I biglietti di banca circolano solo in quanto sono convertibili a vista; e perchè possano essere di fatto convertiti, conviene che le banche tengano presso di sè una scorta metallica (3). Però non è necessario che tale scorta sia equivalente all'intera circolazione. L'esperienza ha dimostrato che solo una piccola parte dei biglietti viene presentata per il rimborso. Basta quindi che la riserva sia inferiore alla circolazione e stia rispetto a questa in quelle proporzioni che l'esperienza avrà suggerito come rigorosamente necessarie a garantire la piena convertibilità dei biglietti, e che la legge in base all'esperienza non avrà tardato a sancire. Le banche quindi, vincolate da rigorose norme empiriche o statutarie non possono a loro beneplacito espandere la circolazione, e le dimensioni della riserva segnano il limite massimo cui quella può arrivare. Ma al di qua di questo limite la circolazione può liberamente espandersi e contrarsi e questa sua grande elasticità che la rende atta ad adattarsi automaticamente ai mutevoli bisogni degli scambi, costituisce uno dei suoi massimi pregi (4).

Se infatti in un paese, ove la circolazione era fin qui in perfetta correlazione ai bisogni, il movimento degli affari dimi-

---

(1) Wagner, *Del credito e delle Banche*, nella *Bibl. dell'Econ.*, Serie III, Tomo XI, pag. 516.

(2) Bagehot, *Lombart-Street*, nella *Bibl. dell'Econ.*, Serie IV, Vol. VI, VII, VIII, pag. 256.

(3) Ferraris, *Principii di Scienza bancaria*, Milano 1892, pag. 241 e segg; Nicholson, *Trattato della Moneta*, nella *Bibl. dell'Econ.*, Serie IV, Vol. VI, VII, VIII, pag. 361.

(4) Scott, *Money and Banking*, New-York 1903, pag. 130 e segg.

nuisce, il medio circolante diverrà esuberante e tale sua esuberanza produrrà un generale rialzo dei prezzi. Le importazioni aumenteranno, le esportazioni diminuiranno, e le riserve delle banche verranno intaccate per fare i pagamenti all'estero. Ma di fronte al progressivo assottigliarsi delle riserve le banche non potranno rimanere inerti. Esse devono in correlazione al diminuire delle riserve contrarre la circolazione, senza di che sarebbero presto o tardi condotte a violare le norme statutarie o legali. E per contrarre la circolazione le banche rialzano il saggio dello sconto (1), il che, oltre che ridurre la circolazione nelle proporzioni consentite dalle scemate riserve, deprime i prezzi di tutti i prodotti e con ciò arresta l'esodo dell'oro e ristabilisce il turbato equilibrio.

Che se invece la circolazione fiduciaria è insufficiente ai bisogni e le banche non possono espanderla perchè dotate di scarse riserve, i bassi prezzi che per qualche tempo non potranno mancare di dominare nel paese, creeranno una bilancia favorevole, che verrà accompagnata da una forte immigrazione di metalli preziosi. E le banche, presso le quali tali metalli vengono depositati, vedendo impinguate le loro riserve, saranno spinte a ribassare il saggio dello sconto, per utilizzare le aumentate riserve mercè un aumento delle emissioni; e le nuove emissioni, che non tarderanno ad aver luogo, andranno a colmare le lacune prima esistenti nella circolazione, promuovendo in pari tempo il generale rialzo dei prezzi (2).

Come dunque si vede, le leggi della circolazione nel regime della carta fiduciaria sono perfettamente analoghe a quelle dominanti nel regime della moneta metallica. E senza qui esumare ancora una volta la nota controversia tra la scuola monetaria e la scuola bancaria, controversia di cui la scienza economica ha ormai fatto giustizia (3), sta il fatto che per quanto le banche siano arbitre di espandere e contrarre la circolazione, esse tuttavia, vincolate alle norme statutarie, guidate dal loro interesse, preoccupate di salvaguardare la propria sol-

(1) FERRARIS, op. cit., pag. 206 e segg.

(2) MILL, op. cit., Libro III, Cap. XII, pag. 355 e segg.

(3) PIERSON, *Trattato di Economia politica*, Torino 1905, Vol. II, pagina 60 e segg.

ilità, sono loro malgrado costrette a regolare la circolazione
ıciaria secondo i bisogni del commercio. E le stesse oscilla-
ni del saggio dello sconto, cui esse pongono mano per difen-
re o ingrossare una riserva troppo limitata o per rendere
ıttifera una riserva esuberante, tendono in pari tempo a
golare la circolazione in modo ch'essa non sia nè esuberante
deficiente rispetto ai bisogni. Dal che si vede che se la circo-
zione fiduciaria è per la sua elasticità assai più adattabile
ella circolazione metallica alle mutevoli condizioni degli
ambi, essa però in nulla fondamentalmente differisce da
uesta; e la massa dei biglietti convertibili, che in un paese
uò circolare, corrisponde esattamente alla quantità di moneta
netallica che vi può circolare al valore di costo (1).

Da questo teorema è dato apprezzare il vantaggio derivante dalla circolazione fiduciaria ai paesi che la introducono. Se infatti è vero che la circolazione fiduciaria corrisponde nella sua massa alla quantità di moneta metallica che sarebbe altrimenti necessario far circolare, e se è vero altresì che a garantire la circolazione basta una riserva metallica ad essa inferiore, ne segue che sotto il regime del biglietto di banca il sacrificio a cui un paese deve sobbarcarsi per provvedersi del medio circolante necessario, è inferiore al sacrificio al quale avrebbe dovuto altrimenti assoggettarsi. E la differenza tra la massa dei biglietti in circolazione e la riserva destinata a garantirne la convertibilità, rappresenta appunto il risparmio di spesa che la circolazione fiduciaria consente, rappresenta il vantaggio netto reale che un buon ordinamento del credito consente ad ogni paese (2).

E ciò senza tener conto degli altri sostituti della moneta, che il credito per altre vie insinua nella circolazione. Intendiamo parlare degli *chèques*, dei vaglia cambiari e delle relative compensazioni. La circolazione di questi eccellenti sostituti della moneta, che sembra svolgersi in modo indipendente ed autonomo, trovasi invece subordinata essa stessa alla riserva metallica degli Istituti di emissione. Le banche di deposito infatti, che col

---

(1) Loria, *Il valore della moneta*, op. cit., pag. 94.

(2) Ricardo, *Dell'alto prezzo dei metalli preziosi*, nella *Bibl. dell'Econ.*, Serie II, Vol. VI, pag. 201.

mezzo di sconti e di anticipazioni impiegano le somme ricevute in deposito, sogliono riscontare parte del loro portafoglio presso gli Istituti di emissione. Da questi ricevono l'equivalente in biglietti che destinano in parte a nuovi sconti ed in parte tengono presso di sè come fondo di cassa. Sulla base di questo fondo di cassa esse compiono nuove operazioni attive, compiono nuovi sconti ed anticipazioni, emettendo all'uopo vaglia proprii per somme superiori alla scorta stessa. Così il fondo di cassa diviene ad un tempo fondo di garanzia dei depositi a vista e fondo di garanzia dei titoli di credito emessi a proprio carico dall'Istituto; e nel complesso è di molto inferiore a tutti questi impegni di cui garantisce il pagamento. Ora è evidente che se gli Istituti di emissione sono costretti, per l'assottigliarsi della riserva metallica, a limitare i risconti alle banche di deposito, queste, vedendo scemati i fondi a propria disposizione, devono restringere il credito e richiamare dalla circolazione i titoli svariati che avevano emessi. Così la diminuzione delle riserve metalliche degli Istituti di emissione contrae la circolazione dei biglietti di banca e questa a sua volta restringe quella degli altri sostituti della moneta. La riserva metallica diviene così la base della circolazione dei biglietti, ed una parte di questi diviene a sua volta la base degli altri titoli che fungono da medio circolante. La valanga della circolazione fiduciaria s'ingrossa così progressivamente e, considerata nel suo complesso, assume l'aspetto di un tronco di piramide rovesciata.

Una riserva metallica esile funge per tal modo da base a tutta la circolazione fiduciaria; il che se moltiplica i vantaggi del credito per quel che riflette il risparmio della moneta metallica, intensifica ed ingigantisce le espansioni e contrazioni della circolazione. Ogni più piccola variazione della riserva si riflette sulla circolazione complessiva moltiplicata parecchie volte in ragione del coefficiente del sistema bancario, cioè in ragione del rapporto tra la riserva e la totale circolazione (1).

---

(1) Graziani, *La moneta nei pagamenti internazionali*, nella *Riforma Sociale*, giugno 1906, pag. 425.

§ 4. — *Del corso dei cambi e delle sue leggi.*

Ed eccoci così giunti alla teoria del corso dei cambi. che. per la mirabile solidarietà che intercede fra i vari fenomeni economici, trovasi collegata e connessa a tutto il complesso meccanismo della circolazione fiduciaria.

I debiti e i crediti che le varie nazioni contraggono fra loro e che noi per semplicità d'analisi abbiamo considerati sin qui come esclusivamente dipendenti dalle reciproche importazioni ed esportazioni, vengono nella pratica commerciale generalmente saldati senza le incrociate trasmissioni della moneta e ciò mediante un ottimo istrumento di credito: la lettera di cambio. Rappresentano le lettere di cambio i debiti che i mercanti stranieri hanno contratto verso i commercianti nazionali per acquisti di merci fatti presso di questi (1). Ora siccome in ogni paese v'hanno importatori ed esportatori, così in ogni paese v'hanno creditori e debitori verso paesi stranieri, v'hanno cioè commercianti che hanno da riscuotere lettere di cambio per vendite fatte all'estero e commercianti che all'estero devono pagare lettere di cambio per acquisti eseguiti. Questo stato di reciproci debiti e crediti in cui i commercianti di un paese si trovano rispetto ai commercianti degli altri paesi, consente di provvedere al saldo di essi col semplice invio delle reciproche tratte e senza quindi la trasmissione della moneta metallica. E le tratte diventano in tal modo un ottimo strumento di pagamento all'estero (2). Sono queste tratte generalmente esigibili dopo un certo tempo dalla loro emissione; onde tutti i commercianti che non possono o non vogliono attenderne la scadenza sogliono venderle ad una banca, sogliono cioè farle scontare al saggio dello sconto dominante sulla piazza del debitore.

Viceversa tutti coloro che devono fare un pagamento e che vogliono procurarsi una tratta, sapendo che le banche scontano coteste tratte si rivolgono ad esse per ottenerle. Alle banche viene così ad accentrarsi l'offerta e la domanda delle

(1) Mill, op. cit., Libro III, Cap. XX, pag. 410 e segg.

(2) Bastable, op. cit., pag. 10; Supino, op. cit., pag. 288 e segg.; Valenti, op. cit., pag. 392 e segg.

lettere di cambio, e le banche diventano il mercato centrale della divisa straniera (1).

In relazione alla nota legge del valore il prezzo delle lettere di cambio varia in ragione della domanda e dell'offerta, ma in queste oscillazioni s'aggira intorno ad un prezzo centrale che si chiama il pari dei cambi (2). È il pari dei cambi dato dall'equivalenza monetaria tra le monete in cui la cambiale è stillata e le monete del paese in cui essa è negoziata. Fra paese e paese le varie monete si scambiano in rapporto al valore del metallo intrinseco che contengono, e tale rapporto, che costituisce il pari dei cambi, è fisso se si tratta del cambio tra due paesi di ugual tipo monetario, cioè tra due paesi a monometallismo argenteo, o a monometallismo aureo, o a bimetallismo; è variabile invece se si tratta del cambio tra due paesi a diverso tipo monetario, tra due paesi cioè di cui uno sia monometallista aureo e l'altro monometallista argenteo, oppure tra due paesi di cui uno sia a corso forzoso con carta moneta deprezzata (3).

Ad ogni modo però, fisso o variabile, il pari dei cambi costituisce il centro delle oscillazioni del prezzo delle cambiali. Se i debiti da pagarsi all'estero corrispondono esattamente in un dato momento ai crediti da riscuotersi, la domanda di lettere di cambio corrisponderà esattamente all'offerta, e le cambiali saranno negoziate alla pari. Se per l'aumento dei debiti da pagarsi la domanda supera l'offerta, il corso dei cambi salirà sopra la pari, e scenderà al disotto della pari nel caso opposto. Però tali oscillazioni sono assai limitate. Come strumento di pagamento all'estero la lettera di cambio viene preferita alla trasmissione del medio circolante, solo a condizione che presenti maggior convenienza, solo a condizione cioè che il pagamento col mezzo della lettera di cambio sia meno costoso che non col mezzo del numerario. Ora il costo della trasmissione della moneta metallica è dato dal pari dei cambi, aumentato delle spese di trasporto e di assicurazione del metallo. Perciò il corso dei cambi non può salire oltre questo limite. Costituisce esso il così detto *punto metallico superiore*, al disopra del quale sorge la

(1) Ferraris, op. cit., pag. 294 e segg.
(2) Scott, op. cit., pag. 239 e segg.
(3) Pierson, op. cit., Vol. 11, pag. 137 e segg.

convenienza della spedizione del metallo, ed al quale cessa quindi la domanda di lettere di cambio, qualunque sia l'ammontare dei debiti da pagarsi all'estero. Analogamente, per quanto cospicua sia l'eccedenza dei crediti sull'estero il corso dei cambi non può in condizioni normali (1), scendere al di sotto del *punto metallico inferiore*, il quale risulta dal pari dei cambi, diminuito delle spese di trasporto e di assicurazione. La legge del corso dei cambi è quindi assai semplice: esso ha per punto centrale il pari dei cambi, e attorno a questo esso oscilla entro i limiti dei due punti metallici in ragione della domanda e dell'offerta della divisa straniera (2).

Se non che la domanda e l'offerta delle lettere di cambio non dipendono dai soli rapporti di debito e credito derivanti dalle esportazioni e dalle importazioni di merci. Esse dipendono da un'infinità di altri fattori, e sono questi fattori che, unitamente alla bilancia commerciale, costituiscono insieme la bilancia monetaria base e fondamento del corso dei cambi (3).

Quando pel contemporaneo concorso di questi fattori la domanda delle tratte supera l'offerta, il corso dei cambi sale sopra la pari e discende invece sotto la pari nel caso opposto. Queste piccole deviazioni però del cambio dalla pari tendono a correggersi spontaneamente. L'aumento dei cambi infatti, indice per sè stesso di una bilancia monetaria sfavorevole, stimola le esportazioni di merci e di titoli, limita le importazioni, e con

---

(1) V'hanno dei casi eccezionali in cui il corso dei cambi può scendere oltre il punto metallico. Ne fa un esame accurato il BASTABLE nell'opera da noi più volte citata a pag. 85 e segg.

(2) MACLEOD, *The Elements of Banking*, London 1888, pag. 184 e seguenti.

(3) Questi vari fattori per enumerarne alcuni soltanto, sono: i capitali che un paese impiega all'estero o che riceve dall'estero; gli interessi che un paese annualmente riscuote dall'estero pei capitali impiegati in paesi stranieri, o che all'estero deve pagare pei capitali in esso impiegati; le rimesse degli emigranti che si trovano all'estero; le rimesse ai cittadini che viaggiano all'estero; il riscatto del consolidato nazionale che si trova all'estero; il nolo pel trasporto compiuto dalla marina mercantile nazionale per conto dei commercianti esteri, o il nolo che i commercianti nazionali devono pagare pel trasporto compiuto per loro conto dalla marina straniera; i premi d'assicurazione che i cittadini devono pagare se assicurati a compagnie di assicurazione estere e viceversa, gli indennizzi che queste devono pagare agli assicurati nazionali, ecc. ecc. Vedi: GOSCHEN, *La Teoria dei cambi esteri*, nella *Bibl. dell'Econ.*, Serie IV, Vol. II, Parte II, pag. 11.

ciò correggendo la bilancia sfavorevole, tende ad aumentare l'offerta della divisa estera e a ricondurre il cambio alla pari (1). Inversamente per l'azione dei fenomeni inversi avviene nel caso del cambio sotto la pari.

Ma se in condizioni normali le deviazioni del cambio trovano in sè stesse un correttivo pronto ed efficace, v'hanno dei casi in cui tale correttivo non basta a ristabilire la turbata bilancia dei pagamenti. Nei casi in cui l'eccedenza dei pagamenti o l'eccedenza delle riscossioni, qualunque ne sia la causa, è cospicua la domanda od offerta di divisa estera continuerà ad essere copiosa malgrado l'azione correttrice delle deviazioni del cambio. Questo salirà o discenderà al punto metallico, ed il saldo dei pagamenti o delle riscossioni avverrà mediante l'uscita o l'entrata della moneta metallica.

Ma nei paesi a sistema di credito evoluto, la moneta metallica si rifugia nei forzieri delle grandi banche d'emissione e vi funge da riserva della circolazione fiduciaria. L'aumento del corso dei cambi al punto metallico superiore promuove quindi il deflusso dell'oro a spese delle riserve bancarie. La sua discesa al punto metallico inferiore suscita invece una forte immigrazione d'oro, che va ad ingrossare le riserve bancarie. Nel primo caso gli Istituti di emissione sono costretti a rialzare il saggio dello sconto per contrarre la circolazione, deprimere il prezzo dei prodotti e dei titoli, mutare la bilancia sfavorevole, correggere il corso dei cambi, arrestare l'esodo dell'oro. Nel secondo caso invece vedendo progressivamente aumentare le proprie riserve essi sono spinti ad abbassare il saggio dello sconto; il che, espandendo la circolazione fiduciaria, dà impulso all'aumento del prezzo dei prodotti e dei titoli, assottiglia le esportazioni degli uni e degli altri, ne aumenta le importazioni, turba la primiera bilancia monetaria, muta il corso dei cambi, arresta l'afflusso della moneta metallica (2).

A questo punto adunque la teoria dei cambi esteri s'innesta alla teoria della circolazione fiduciaria e ne diviene una parte integrante. Nella rigida concatenazione di tutti i fenomeni economici il corso dei cambi riflette nitidamente lo stato della

---

(1) Scott, op. cit., pag. 259 e segg.

(2) Goschen, op. cit., pag. 54 e segg.: Macleod, op. cit., pag. 200 e segg.

circolazione interna e ne rivela le incessanti mutazioni. Esso si ricollega intimamente a tutto il complesso ingranaggio del sistema bancario, del saggio dello sconto, della bilancia dei pagamenti, e nell'armonica fusione di queste varie manifestazioni della vita economica, esso ci porge una visione sintetica e completa del meccanismo grandioso della circolazione nazionale ed internazionale dei metalli preziosi.

Il corso dei cambi rappresenta direi quasi una valvola, che sotto l'azione della pressione monetaria interna od esterna si sposta ora in un senso ora nell'altro e che giunta ad una delle estremità della corsa si apre e lascia entrare od uscire il metallo prezioso, secondo che sia maggiore l'esterna o l'interna pressione. Ed è appunto attraverso la valvola portentosa del corso dei cambi, sfogo provvidenziale ad una pressione, eccessiva che scorre il flusso e riflusso dei metalli preziosi tra nazione e nazione, che tra i paesi di tutto il mondo si ristabilisce l'equilibrio monetario ogni qualvolta esso venga turbato.

Ma l'uscita del metallo prezioso, che in seguito al cambio sfavorevole si svolge, non procede tranquillamente senza scosse o turbamenti. La rivulsione monetaria ch'essa provoca ed il conseguente crollo dei prezzi generano una crisi profonda, che scoppia tanto più violenta ed intensa quanto più rapida e ragguardevole è la contrazione della circolazione, cioè quanto più cospicuo è l'esodo della riserva metallica. Per cui l'equilibrio monetario internazionale, una volta violentemente turbato, non può ricomporsi che attraverso mille guai e mille sciagure, attraverso l'ecatombe di una turba di vittime. E qui la teoria della circolazione fiduciaria e del corso dei cambi si ricollega alla teoria delle crisi (1). Qui dunque appare in tutta la sua armonica simmetria il grandioso meccanismo della circolazione moderna che, colle frequenti convulsioni che lo turbano, suscita maestose e solenni correnti monetarie.

Ed ora appunto che di questo complicato meccanismo abbiamo studiato il prodigioso funzionamento, volgiamoci alle correnti monetarie che da esso promanano e seguiamole attentamente nel loro tortuoso ed accidentato cammino.

---

(1) Pantaleoni, op. cit., pag. 277.

CAPITOLO II.

LE LEGGI FONDAMENTALI DELLA CIRCOLAZIONE INTERNAZIONALE DEI METALLI PREZIOSI.

Per iniziare lo studio delle correnti monetarie immaginiamo di trovarci di fronte a tre paesi, il Transvaal. l'Inghilterra, la Germania, di cui il primo sia produttore di oro, il secondo sia in diretti rapporti col primo e col terzo, ed il terzo infine si trovi in relazioni commerciali coll'Inghilterra, ma non abbia però rapporti diretti col Transvaal. Immaginiamo inoltre per ipotesi che esista in questi tre paesi il monometallismo oro, e che essi siano dotati di un perfetto sistema bancario.

Il Transvaal produce oro non soltanto per usi industriali ma altresì per usi monetari, il che sta a significare che i bisogni del medio circolante aumentano in ogni paese. La scarsità del medio circolante è sentita in Inghilterra al pari che altrove. La Banca d'Inghilterra trovasi nell'impossibilità di aumentare la circolazione perchè questa è ormai giunta al limite massimo consentitole dalla riserva metallica. E per porre argine alle nuove e crescenti domande di sconti e di antecipazioni essa eleva vigorosamente il saggio dello sconto. Mercè il rialzo dello sconto la circolazione si mantiene entro i limiti legali, ma tale immobilità della circolazione, accompagnata da un crescente bisogno di medio circolante porta una generale depressione dei prezzi. I prezzi di tutti i prodotti ribassano in Inghilterra, compresi fra essi i prezzi dei prodotti che entrano a far parte del costo di estrazione dei metalli preziosi. L'estrazione di questi diviene proficua; il Transvaal richiama a tal uopo una forte corrente di merci inglesi; la produzione dell'oro diviene attivissima ed una massa enorme di metallo viene gettata sul mercato. I prezzi aumentano improvvisamente nel Transvaal, e mentre per tale aumento le importazioni transvaaliane assumono proporzioni colossali, partono dall'Africa meridionale dirette in Inghilterra

mezzo di sconti e di anticipazioni impiegano le somme ricevute in deposito, sogliono riscontare parte del loro portafoglio presso gli Istituti di emissione. Da questi ricevono l'equivalente in biglietti che destinano in parte a nuovi sconti ed in parte tengono presso di sè come fondo di cassa. Sulla base di questo fondo di cassa esse compiono nuove operazioni attive, compiono nuovi sconti ed anticipazioni, emettendo all'uopo vaglia proprii per somme superiori alla scorta stessa. Così il fondo di cassa diviene ad un tempo fondo di garanzia dei depositi a vista e fondo di garanzia dei titoli di credito emessi a proprio carico dall'Istituto; e nel complesso è di molto inferiore a tutti questi impegni di cui garantisce il pagamento. Ora è evidente che se gli Istituti di emissione sono costretti, per l'assottigliarsi della riserva metallica, a limitare i risconti alle banche di deposito, queste, vedendo scemati i fondi a propria disposizione, devono restringere il credito e richiamare dalla circolazione i titoli svariati che avevano emessi. Così la diminuzione delle riserve metalliche degli Istituti di emissione contrae la circolazione dei biglietti di banca e questa a sua volta restringe quella degli altri sostituti della moneta. La riserva metallica diviene così la base della circolazione dei biglietti, ed una parte di questi diviene a sua volta la base degli altri titoli che fungono da medio circolante. La valanga della circolazione fiduciaria s'ingrossa così progressivamente e, considerata nel suo complesso, assume l'aspetto di un tronco di piramide rovesciata.

Una riserva metallica esile funge per tal modo da base a tutta la circolazione fiduciaria; il che se moltiplica i vantaggi del credito per quel che riflette il risparmio della moneta metallica, intensifica ed ingigantisce le espansioni e contrazioni della circolazione. Ogni più piccola variazione della riserva si riflette sulla circolazione complessiva moltiplicata parecchie volte in ragione del coefficiente del sistema bancario, cioè in ragione del rapporto tra la riserva e la totale circolazione (1).

---

(1) GRAZIANI, *La moneta nei pagamenti internazionali*, nella *Riforma Sociale*, giugno 1906, pag. 425.

§ 4. — *Del corso dei cambi e delle sue leggi.*

Ed eccoci così giunti alla teoria del corso dei cambi, che, per la mirabile solidarietà che intercede fra i vari fenomeni economici, trovasi collegata e connessa a tutto il complesso meccanismo della circolazione fiduciaria.

I debiti e i crediti che le varie nazioni contraggono fra loro e che noi per semplicità d'analisi abbiamo considerati sin qui come esclusivamente dipendenti dalle reciproche importazioni ed esportazioni, vengono nella pratica commerciale generalmente saldati senza le incrociate trasmissioni della moneta e ciò mediante un ottimo istrumento di credito: la lettera di cambio. Rappresentano le lettere di cambio i debiti che i mercanti stranieri hanno contratto verso i commercianti nazionali per acquisti di merci fatti presso di questi (1). Ora siccome in ogni paese v'hanno importatori ed esportatori, così in ogni paese v'hanno creditori e debitori verso paesi stranieri, v'hanno cioè commercianti che hanno da riscuotere lettere di cambio per vendite fatte all'estero e commercianti che all'estero devono pagare lettere di cambio per acquisti eseguiti. Questo stato di reciproci debiti e crediti in cui i commercianti di un paese si trovano rispetto ai commercianti degli altri paesi, consente di provvedere al saldo di essi col semplice invio delle reciproche tratte e senza quindi la trasmissione della moneta metallica. E le tratte diventano in tal modo un ottimo strumento di pagamento all'estero (2). Sono queste tratte generalmente esigibili dopo un certo tempo dalla loro emissione; onde tutti i commercianti che non possono o non vogliono attenderne la scadenza sogliono venderle ad una banca, sogliono cioè farle scontare al saggio dello sconto dominante sulla piazza del debitore.

Viceversa tutti coloro che devono fare un pagamento e che vogliono procurarsi una tratta, sapendo che le banche scontano coteste tratte si rivolgono ad esse per ottenerle. Alle banche viene così ad accentrarsi l'offerta e la domanda delle

(1) Mill, op. cit., Libro III, Cap. XX, pag. 410 e segg.

(2) Bastable, op. cit., pag. 10; Supino, op. cit., pag. 288 e segg.; Valenti, op. cit., pag. 392 e segg.

dei prezzi, finchè in seguito a tale depressione dei prezzi il valore del metallo-moneta ed il costo d'importazione del metallo-merce non si siano sifattamente elevati da coincidere perfettamente col valore di quest'ultimo. A questo punto cesseranno le demonetazioni della riserva metallica, ed il basso livello dei prezzi, che frattanto si sarà stabilito, sarà appunto il riflesso dell'aumentato costo d'importazione del metallo. dovuto alla sua aumentata domanda per usi industriali.

Nè diversamente volgeranno frattanto le cose in Germania. Il ribasso dei prezzi in Inghilterra stimolerà infatti una forte esportazione di merci, oltre che pel Transvaal pel mercato tedesco, e la Germania sarà costretta ad inviare in pagamento oro in Inghilterra, contraendo in correlazione la circolazione. Ma l'oro tedesco, non appena giunto in Inghilterra, sarà dalle banche immediatamente inviato sul mercato libero dei metalli preziosi, inquantochè se andasse ad ingrossare le riserve delle banche, promuoverebbe ben tosto l'espansione della circolazione; ed il rialzo generale dei prezzi che ne seguirebbe, non tarderebbe a rinnovare la divergenza tra il valore del metallo-merce ed il valore del metallo-moneta, ed a stimolare la demonetazione delle riserve metalliche. Perciò l'oro importato dalla Germania andrà senz'altro a riversarsi sul mercato libero inglese. Frattanto in Germania la parziale uscita dei metalli preziosi, non può mancare dal produrre un sensibile ribasso dei prezzi, il quale, ponendo un freno alle importazioni dei prodotti inglesi, limiterà l'esodo successivo delle riserve bancarie. E questa duplice corrente di merci e di oro tra l'Inghilterra e la Germania continuerà finchè i prezzi abbiano ribassato in Germania per modo da elevare il valore corrente della moneta fino al limite del nuovo costo d'importazione, divenuto più cospicuo in seguito all'aumento della domanda del metallo-merce in Inghilterra ed al rialzo del costo di produzione nel Transvaal.

Per tre vie, adunque, l'oro affluisce sul mercato inglese in seguito all'aumentata domanda; vi affluisce dal Transvaal, dalle riserve metalliche britanniche, vi affluisce infine dalle riserve metalliche della Germania. Cosicchè l'aumento della domanda del metallo-merce in un paese in relazione diretta coi paesi a miniere, determina anzitutto la conversione di una parte della riserva metallica nazionale in metallo-merce; suscita in secondo

luogo una forte importazione di metallo dai paesi a miniere, importazione che, spingendone l'estrazione alle miniere meno rimunerative, ne eleva permanentemente il valore ed il costo di produzione; richiama infine il metallo da tutti gli altri paesi, sia a spese del loro stock di metallo-merce, sia a spese della loro riserva metallica. Ed il ribasso dei prezzi, che frattanto in ogni paese non mancherà dal prodursi altro non sarà che l'effetto dell'aumentato costo di produzione e d'importazione della moneta, derivante dall'aumentata domanda del metallo-merce.

Ed ora passiamo al caso opposto, al caso cioè del ribasso del costo di produzione del metallo prezioso dipendente dalla scoperta di miniere eminentemente feconde nel Transvaal, e vediamo come, attraverso all'ingranaggio del sistema bancario mondiale, tale ribasso si comunichi ai vari paesi. Il ribasso del costo e del valore nel Transvaal vi produrrà l'aumento generale dei prezzi, il quale richiamerà una forte corrente d'importazione di prodotti britannici. Il cambio del Transvaal sull'Inghilterra salirà al punto dell'oro e l'oro prenderà la via delle isole britanniche. L'aumento delle riserve metalliche in Inghilterra vi promuoverà a poco a poco l'aumento della circolazione e dei prezzi. In seguito a ciò la bilancia commerciale colla Germania diverrà sfavorevole all'Inghilterra, e l'Inghilterra per l'inasprirsi del cambio sulla Germania dovrà man mano che riceve l'oro dal Transvaal cederne una parte alla sua cliente tedesca. Ma le impinguate riserve tedesche promuoveranno anche in Germania l'espansione della circolazione ed il rialzo dei prezzi. Onde a poco a poco, mercè l'inondazione dell'oro transvaaliano deprezzato, il rialzo dei prezzi avvenuto immediatamente nel Transvaal si comunicherà pel tramite dell'Inghilterra ad ogni paese, ed in ogni paese i prezzi aumenteranno in relazione al nuovo costo di importazione dei metalli preziosi (1). È ciò che avviene al giorno d'oggi ogni qualvolta in qualche paese nuovo si scoprano copiosi e fecondi filoni di oro; ed è ciò che è avvenuto nei tempi andati dopo la scoperta dell'America. Imperocchè l'oro e l'argento, che prima del secolo XVI erano importati in Europa

---

(1) **Messedaglia**, *La moneta e il sistema monetario in generale*, Parte II, **Firenze 1883, pag. 96.**

ad un costo elevato dall'Egitto e da altri paesi (1), vennero dopo d'allora a riversarsi in gran copia e a buon mercato nei paesi europei. Provenienti nella massima parte dalle colonie spaguole, i metalli preziosi facevano la prima loro tappa in Ispagna. Ma il rialzo enorme dei prezzi che non tardavano a provocarvi, ne promuoveva l'uscita verso gli altri paesi. Dalla Spagna i metalli preziosi cominciarono per tappe successive a diffondersi in Francia, in Germania, in Inghilterra, provocando ovunque al loro passaggio il rialzo dei prezzi (2). Limitato dapprima alla Spagna, il rialzo dei prezzi venne a poco a poco a propagarsi a tutti i paesi del mondo (3), ed in tutti i paesi il valore del medio circolante andò per secoli deprimendosi in relazione al nuovo costo di produzione e d'importazione, che l'eccezionale fecondità delle miniere americane veniva d'ora innanzi a stabilire come valore normale.

Un aumento del movimento degli affari in Inghilterra, che richieda una riserva metallica addizionale a garanzia di una circolazione fiduciaria maggiore, tende a promuovere una forte corrente d'importazione di metallo non soltanto dal paese a miniere, ma altresì contemporaneamente in sul principio dai paesi privi di miniere. La deficienza del medio circolante in Inghilterra vi farà infatti ribassare i prezzi, e questo ribasso dei prezzi promuoverà, ritornando al nostro esempio, l'esportazione di merci sia pel Transvaal sia per la Germania. Transvaal e Germania vi invieranno dell'oro, e l'Inghilterra, vedendo ingrossare le proprie riserve, potrà espandere la circolazione e promuovere il rialzo dei prezzi. Se non che frattanto la Germania, per saldare i suoi impegni verso l'Inghilterra, ha dovuto contrarre la circolazione e deprimere i proprii prodotti. Onde il rialzo dei prezzi in Inghilterra promuoverà una forte importazione di merci germaniche, che costringerà l'Inghilterra a saldare la propria bilancia sfavorevole in moneta metallica, restituendo così alla Germania l'oro che questa le aveva temporaneamente inviato. Ciò naturalmente

---

(1) Messedaglia, *La storia e la statistica dei metalli preziosi*, Roma 1881, pag. 10 e segg.

(2) Price, *La moneta e i suoi rapporti coi prezzi*, nella *Bibl. dell'Econ.*, Serie IV, Vol. VI, VII, VIII, pag. 615 e segg.

(3) Nasse, op. cit., loc. cit., pag. 392 e segg.

ammettendo che la provvista addizionale di oro possa essere ottenuta nel Transvaal a costi uniformi. Che se le miniere sono soggette alla legge della produttività decrescente, diversi ne saranno gli effetti. Aumentando il costo e quindi il valore del metallo, la stessa quantità di metallo di prima potrà in ogni paese far circolare una massa maggiore di valori circolandi. Ma l'Inghilterra, in cui il movimento degli affari è aumentato, dovrà tuttavia chiedere al Transvaal una provvista addizionale di oro, ed è anzi questa sua domanda addizionale che, spingendo l'estrazione del metallo a miniere meno rimunerative, ne eleva il costo e il valore. Però appunto perchè questo maggior bisogno di medio circolante in Inghilterra tende ad elevarne il valore, appunto perciò la massa di medio circolante necessaria ai bisogni del traffico inglese aumenterà meno che proporzionalmente al movimento degli affari. Ma l'aumento del valore dell'oro nel Transvaal e in Inghilterra si comunicherà alla Germania; e la Germania, nella quale il movimento degli affari è rimasto stazionario, si troverà a possedere una massa di medio circolante esuberante, che esporterà in Inghilterra. Ma mentre nel caso precedente le importazioni dell'oro tedesco in Inghilterra erano temporanee e limitate al periodo necessario acchè in Inghilterra giungesse l'oro supplementare proveniente dal Transvaal, nel caso presente invece esse sono permanenti e irrevocabili.

L'aumento del valore dell'oro infatti essendo in questo caso duraturo, perchè dipendente dalla scemata produttività delle miniere transvaaliane, ridurrà in permanenza il bisogno di medio circolante in Germania e questa potrà lasciare in permanenza a disposizione dell'Inghilterra, parte della sua primitiva riserva metallica. Cosicchè, mentre nel caso precedente di miniere a fecondità costante tutto l'approvvigionamento supplementare dell'oro richiesto dall'Inghilterra per sopperire all'aumentato movimento degli affari, veniva in via definitiva fornito totalmente dal Transvaal, nel caso presente invece di miniere a fecondità degradante esso viene fornito in parte dal Transvaal, e in parte dalla Germania, viene fornito cioè parzialmente dai paesi produttori di oro e parzialmente a spese delle riserve metalliche di tutti gli altri paesi in relazione col primo.

Nè diversamente volgono le cose se il movimento degli affari anzichè in Inghilterra aumenta in Germania, cioè in un paese che

non si trovi in diretti rapporti coi paesi a miniere. Infatti la circolazione fiduciaria aumenterà in tal caso in Germania fino al limite massimo consentitole dalla riserva, e per impedire che oltrepassi tale limite le banche tedesche dovranno frattanto rialzare il saggio dello sconto. I fenomeni a noi noti che derivano dal rialzo del saggio dello sconto, promuoveranno una forte importazione di oro in Germania dall'Inghilterra, e le rafforzate riserve metalliche consentiranno una nuova espansione della circolazione tedesca. Ben diversamente procederanno invece le cose in Inghilterra, ove, in seguito all'esodo dell'oro, la circolazione dovrà contrarsi e i prezzi dovranno ribassare. Ma il ribasso dei prezzi in Inghilterra porrà in grado il Transvaal di far larghi invii di oro sul mercato di Londra, e le riserve metalliche inglesi, intaccate dalla Germania, verranno restituite alle loro dimensioni primitive, salvo essere intaccate ancora una volta ed ancora una volta essere reintegrate dal Transvaal se il movimento degli affari continua ad aumentare in Germania.

Ed a questo proposito ha somma importanza per il modo in cui l'equilibrio viene a ristabilirsi se l'oro transvaaliano può prodursi a costi uniformi o se invece trovasi soggetto a costi crescenti. Nel primo caso l'Inghilterra altro non farà dapprima che richiamare dal Transvaal l'oro che la Germania le ha sottratto, ed altro non farà in seguito che funzionare da stazione di transito del nuovo oro che la Germania, pel tramite dell'Inghilterra, richiamerà dall'Africa australe. Ma ottenuto l'approvvigionamento supplementare dell'oro necessario a garantire le crescenti emissioni, la Germania sospenderà l'importazione del prezioso metallo e l'equilibrio verrà a ristabilirsi in Inghilterra ad un livello dei prezzi quasi identico a quello iniziale, e mercè la reintegrazione delle riserve metalliche inglesi alle loro dimensioni primitive.

Nel caso invece che le miniere del Transvaal siano soggette alla legge della produttività decrescente, ogni richiamo di metallo da parte della Germania, lascierà nelle riserve metalliche inglesi dei vuoti che non potranno essere colmati che a costi crescenti. L'Inghilterra non potrà ricostituire le sue vulnerate riserve che sostenendo un costo d'importazione via via maggiore. Ma col costo d'importazione si eleverà in Inghilterra il valore del medio circolante, e coll'elevarsi del valore sce-

merà la quantità di esso medio circolante richiesta dalla circolazione. Per cui a lungo andare le riserve metalliche inglesi diverranno esuberanti e l'Inghilterra metterà la parte esuberante di esse a disposizione della Germania che non tarderà ad importarla. E siccome anche in Germania il valore del metallo si sarà nel frattempo elevato in conseguenza dell'aumento del suo costo di produzione nel Transvaal e del suo costo d'importazione in Inghilterra, così a provvedere all' aumentato movimento degli affari basterà alla Germania una minor quantità di medio circolante supplementare di quanto altrimenti le sarebbe stato necessario. E questo medio circolante supplementare, che in ogni caso giungerà in Germania pel tramite dell' Inghilterra, le verrà fornito in parte dalle miniere del Transvaal e in parte dalla riserva metallica inglese, divenuta esuberante per l'Inghilterra dopo l'aumentato valore del medio circolante.

Questi ed altri ancora che qui trascuriamo sono i principali casi che meritano essere considerati nello studio delle leggi della circolazione internazionale dei metalli preziosi. « Il fiume delle onde d'oro e d'argento ha sorgente nei paesi a miniere; da questi si diffonde pei paesi che sono con essi in relazioni di scambio; e la diminuzione di valore della moneta che in quei paesi si svolge sul suo passaggio, determina il suo deflusso verso le altre nazioni, che non hanno rapporti diretti coi paesi produttori dei metalli preziosi, finchè in ciascun paese il valore della moneta si sia adeguato al suo costo d' importazione » (1).

I canali della circolazione dei vari paesi formano così insieme una serie di vasi comunicanti nei quali il medio circolante tende a disporsi ad un comune livello. Ed appunto perciò ogni più piccolo mutamento nelle condizioni economiche dei vari paesi, ogni aumento o diminuzione della domanda del metallo-merce, ogni aumento o diminuzione del movimento degli affari in qualsiasi paese, basta a portare un'alterazione profonda nella distribuzione internazionale dei metalli preziosi. E quest'alterazione si compie sia mediante l'immissione di nuovo metallo

(1) LORIA, op. cit., pag. 36.

nella circolazione, sia mediante la redistribuzione di quello già precedentemente esistente. Per cui accanto alle correnti monetarie principali che sgorgano dai paesi a miniere, che mettono foce nei paesi che con questi si trovano in diretti rapporti di scambio, e che per tappe successive distribuiscono a tutti i paesi del mondo le nuove produzioni di metalli preziosi, si svolgono delle correnti secondarie che ora in un senso ora nell'altro muovono tra i vari paesi e che, mercè continui flussi e riflussi, ristabiliscono fra quelli l'equilibrio monetario ogni qualvolta questo, per qualsiasi cagione, venga turbato (1).

Ma questo complesso movimento dei metalli preziosi, che nell' economia monetaria moderna assume un' importanza suprema, trovasi intimamente collegato a tutto il complesso ingranaggio della circolazione fiduciaria, al sistema bancario, al corso dei cambi. Dato infatti l'involuto sviluppo del credito odierno i metalli preziosi non possono entrare in un paese, nè uscire da esso, se prima il corso dei cambi non è salito o disceso ad uno dei punti metallici. E l'esodo della riserva metallica provoca presto o tardi come sappiamo, il rialzo del saggio dello sconto, il quale correggendo il corso dei cambi sfavorevole, arresta la minacciosa uscita dell'oro, ed a lungo andare finisce col richiamare oro dall'estero. Per cui il rialzo del saggio dello sconto, effetto molto spesso di un movimento d'uscita dei metalli preziosi, diviene a sua volta, dirò così, la forza motrice delle correnti metalliche. I metalli preziosi si dirigono verso i paesi ove lo sconto è più elevato, ed il rialzo dello sconto in un paese qualsiasi altera profondamente la distribuzione dei metalli in tutti gli altri. Tutti gli altri paesi infatti per difendere le proprie riserve, sono essi stessi costretti a rialzare lo sconto, e il rialzo dello sconto nei paesi nei quali le correnti monetarie principali mettono capo, suscita dai paesi a miniere una nuova corrente di fresco metallo. Questa nuova corrente determina nei paesi che attraversa il ribasso del saggio dello sconto, e dopo aver depositato in essi il metallo necessario a reintegrare le intaccate riserve, volgesi frazionata in mille rigagnoli verso i paesi in cui lo sconto è ancora elevato. E tale suo movimento

(1) Bastable, op. cit., pag. 67.

continua finchè le riserve metalliche dei vari paesi non siano ricondotte alle loro primiere dimensioni, e lo sconto nei vari paesi non sia ritornato al suo iniziale livello. A questo punto si ristabilisce l'equilibrio nel mercato monetario mondiale, e le correnti metalliche sospendono improvvisamente il loro corso, salvo riprenderlo con rinnovata veemenza, non appena il minimo perturbamento determini il rialzo dello sconto in qualche paese. I metalli preziosi circolano così fra i vari paesi sotto l'impulso delle variazioni dello sconto, e le variazioni dello sconto rappresentano nell'organismo economico odierno, quello che negli organismi animali rappresentano i palpiti del cuore. Mercè le variazioni dello sconto, i metalli preziosi scorrono attraverso le grandi arterie della circolazione mondiale, e con movimento incessante si distribuiscono e redistribuiscono fra i vari paesi in relazione ai mutevoli bisogni. Tanto nelle forme economiche più semplici adunque, quanto nel più evoluto sistema bancario, la circolazione mondiale dei metalli preziosi soggiace alle medesime leggi. Ed il classico teorema del Ricardo secondo l quale i metalli preziosi tendono a distribuirsi tra i vari paesi in rapporto ai bisogni del traffico (1), vero nella sostanza, anche dato il più evoluto sistema bancario, vuol essere però nella forma modificato nel modo seguente: I metalli preziosi che espulsi al giorno d'oggi dalla circolazione vanno a costituire le riserve metalliche della circolazione fiduciaria, si distribuiscono fra i vari paesi in modo che le riserve metalliche ch'essi costituiscono sieno (in relazione al sistema bancario in ciascuno di quelli vigente) sufficienti a sorreggere una circolazione fiduciaria corrispondente ai bisogni del movimento degli affari.

(1) RICARDO, *Principii*, loc. cit., pag. 441

CAPITOLO III.

LE CORRENTI METALLICHE E I SISTEMI MONETARI.

Fino ad ora abbiamo studiato i complessi fenomeni delle correnti monetarie, nell'ipotesi che ogni paese abbia lo stesso tipo monetario, e facendo quindi astrazione dalle influenze che i diversi tipi monetari esercitano sulla distribuzione internazionale dei metalli preziosi. Noi dovremo ora considerare i vari casi che si presentano o che possono presentarsi di paesi dotati di diversi tipi monetari e vedere quali nuovi spostamenti derivino nella distribuzione internazionale dei metalli preziosi ad ogni variazione del valore dell'oro e dell'argento.

I. — Prendiamo anzitutto il caso ormai celebre dei paesi a bimetallismo completo, considerandoli nelle loro relazioni coi paesi a monometallismo aureo. Finchè il rapporto commerciale dei due metalli coincide esattamente col loro rapporto legale, nessun inconveniente si presenterà ed il bimetallismo permarrà in tutta la sua interezza. Però un' osservazione torna a questo punto opportuna a proposito delle eventuali esportazioni della moneta metallica. Essendo il rapporto di mercato perfettamente uguale al rapporto legale v'è pel paese bimetallista, per quanto riflette il valore dei due metalli, l'identica convenienza di esportare l'oro o l'argento. Se non che a parità di valore il costo del trasporto dell'argento è assai più gravoso del costo del trasporto dell'oro. Quindi i commercianti del paese bimetallista, in caso di scambio sfavorevole, trovano più conveniente di saldare i loro debiti all'estero mediante l'invio dell'oro anzichè dell'argento. L'oro quindi anche nei paesi bimetallisti sarà il medio circolante preferito nei pagamenti internazionali, ed il corso dei cambi avrà per base e limiti estremi delle sue oscillazioni quelli segnati dalla moneta aurea.

Ma il rapporto di mercato non può a lungo coincidere col rapporto legale, ed appena questa coincidenza venga meno, tosto tra il paese bimetallista ed il paese monometallista s'inizia una duplice corrente monetaria, che tende ad esportare dal primo la moneta del metallo più apprezzato e ad importarvi in sostituzione la moneta del metallo meno apprezzato (1). Supponiamo che l'alterazione del rapporto di mercato avvenga a spese dell'argento. In tal caso l'oro sarà esportato dal paese bimetallista ed in compenso verrà in esso importato il metallo bianco. Ma diversamente andranno le cose secondo che tale alterazione del rapporto commerciale dei due metalli derivi da proprio e vero deprezzamento dell'argento od invece da rialzo dell'oro.

Nel primo caso, nei rapporti tra paese monometallista e paese bimetallista, si avrà un semplice scambio dei due metalli. Però anche qui sono diversi gli effetti ulteriori secondo che il ribasso dell'argento sia dovuto a temporanea esuberanza di produzione o a diminuzione del costo d'estrazione. In caso infatti di produzione esuberante, il maggior impiego monetario dell'argento nel paese bimetallista tenderà a rialzare il suo valore depresso (2), ma non darà nuovo impulso all'estrazione del metallo bianco, nè susciterà quindi alcuna corrente metallica tra il paese a miniere argentifere ed i paesi in rapporto con esso. Che se invece il ribasso dell'argento è dovuto al ribasso del costo d'estrazione, e le miniere sono in grado di fornire in abbondanza nuovo metallo, in tal caso il suo maggior impiego monetario nel paese bimetallista risulterà impotente ad elevarne il valore, ed ogni nuova importazione del metallo bianco dal paese monometallista al paese bimetallista, tenderà a richiamare, per colmare i vuoti prodottisi nel mercato libero dell'argento, un'analoga corrente argentea dal paese a miniere. In ogni caso però la demonetazione dell'oro e la sua esportazione dal paese bimetallista tenderanno a deprimere il valore di questo; onde l'emigrazione dell'oro e la conseguente immigra-

(1) Walras, *Théorie de la Monnaie*, Lausanne 1886, pag. 62; Scott, op. cit., pag. 306 e segg.
(2) Barbour. *The theory of bimetallism*, London, pag. 40 e segg.

zione dell'argento continueranno nel paese bimetallico, finchè per effetto del sovraesposto processo il rapporto commerciale dei due metalli non torni a coincidere col rapporto legale.

Se non che quanto maggiore è la loro divergenza iniziale, tanto maggiore è la massa dei due metalli che deve essere spostata per ristabilire l'equilibrio, cioè tanto maggiore è la quantità d'oro che dal paese bimetallista deve essere esportata e la quantità d'argento che deve esservi importata. Ora è evidente che se tale divergenza è notevole e se essa tende vieppiù ad accentuarsi per le condizioni intrinseche della produzione dell'argento, l'oro continuerà ad uscire dal paese bimetallista. fino ad esaurirne le riserve ed a convertire il paese bimetallista, in paese a monometallismo argenteo (1). È precisamente ciò che avvenne nel Messico dopo il 1870. Imperocchè il Messico, che nel 1867 aveva introdotto il bimetallismo completo col rapporto legale di 1 a 16 ½, vide dopo il 1873, pel graduale e progressivo deprezzamento dell'argento, fuggire dalla circolazione il metallo giallo e vide il suo bimetallismo trasformarsi in un malaugurato monometallismo argenteo, ch'esso fu oggi costretto ad abbandonare per sostituirvi il monometallismo aureo (2). Ed è ciò del pari che sarebbe accaduto in Francia, nel Belgio ed in tutti i paesi della lega latina, se essi non avessero sospeso nel 1878 la libera coniazione dell'argento (3).

Nel caso in cui la divergenza tra il rapporto commerciale ed il rapporto legale dei due metalli sia dovuta all'aumento dell'oro anzichè al deprezzamento dell' argento, l'oro uscirà ugualmente dal paese bimetallista ed in sostituzione vi entrerà l'argento. Ma quest' aumentato impiego dell' argento per usi monetari richiamerà una corrente argentea dai paesi a miniere, mentre d'altro canto l'aumentato valore dell'oro richiamerà dai paesi a miniere d'oro una gran quantità del prezioso metallo e ciò naturalmente a meno che l'oro smonetizzato del

---

(1) NASSE, op. cit., pag. 419.

(2) VIOLLET, *Le problème de l'argent et l'étalon d'or au Mexique*, Paris 1907, pag. 44 e segg.; FAVRE, *Les changes dépréciés*, Paris 1906, pag. 53 e seguenti.

(3) FERRARIS, *Saggi di Economia, Statistica, ecc.*, pag. 215 e segg.; WALRAS, op. cit., pag. 73.

paese bimetallista non basti a ricondurne il valore nei limiti del costo, o l'aumento dell'oro non dipenda da aumentato costo di produzione.

II. — Il caso del bimetallismo zoppo non presenta alcuna caratteristica particolare per quel che riflette le correnti monetarie. Infatti la limitazione della coniazione del metallo meno apprezzato, cioè nel caso presente dell'argento, conferisce alla moneta argentea un valore legale superiore al valore intrinseco, e la sottrae quindi alle oscillazioni del mercato. Ma appunto perchè la moneta d'argento è per sè una moneta a valore legale superiore all'intrinseco, appunto perciò essa non può essere adoperata nei pagamenti internazionali, e nei paesi a bimetallismo zoppo, al pari che nei paesi a monometallismo aureo, l'oro è il metallo destinato a saldare la bilancia monetaria, e sulla monetà d'oro si basa il corso dei cambi (1). Nei paesi poi ove, come nella Francia, la conversione della moneta d'argento o del biglietto di banca in moneta d'oro è ostacolata da un premio sull'oro (2), quivi il corso dei cambi presenta una singolare anomalìa. In questi paesi infatti il premio sull'oro entra a far parte delle spese necessarie per spedire il metallo all'estero e perciò, in ultima analisi, eleva il punto metallico superiore. Ma da questa spesa supplementare del premio sono invece esenti gli importatori di oro, e per essi le spese d'importazione sono, come di consueto, costituite semplicemente delle spese di trasporto e di assicurazione. Per cui il premio sull'oro introduce nei limiti estremi delle oscillazioni del corso dei cambi una singolare assimetria e fa sì che il punto d'uscita dell'oro disti dal pari più del punto d'entrata.

III. — Ma assai più ragguardevoli ed assai più degne di nota sono le influenze delle oscillazioni dei metalli preziosi sulle correnti monetarie fra paesi a monometallismo oro ed i paesi a monometallismo argento. Esaminiamo ora il caso di un mutamento di valore a scapito dell'argento. Tale mutamento può derivare sia dalla diminuzione del valore dell'argento, sia dall'aumento del valore dell'oro.

---

(1) Pierson, op. cit., Vol. II, pag. 142.

(2) Loria, *La moneta*, ecc., pag. 107.

Un ribasso del valore dell'argento di fronte all'oro può, se non è accompagnato da un corrispondente ribasso dell'argento di fronte alle merci, portare una rivoluzione nei rapporti di scambio tra i paesi a monometallismo argenteo e i paesi a monometallismo oro e portare una conseguente alterazione nella distribuzione dei metalli preziosi.

Il paese a monometallismo argenteo infatti, oggigiorno in cui l'oro è ovunque trionfante, vende all'altro i suoi prodotti a prezzi espressi in oro. Ora è evidente che di mano in mano che il valore dell'argento ribassa, l'esportatore vendendo il prodotto ad un prezzo stazionario in oro, ottiene un ricavo in argento via via maggiore. Ond'è che se nel frattempo i prezzi interni del paese argenteo non si elevano in proporzione al deprezzamento dell'argento, gli esportatori di prodotti ricaveranno guadagni eccezionali. E questi guadagni, fungendo da premio all'esportazione, finiranno in ultima analisi col promuovere attivamente il commercio d'esportazione dei paesi a monometallismo argenteo, e col richiamare in ricambio a quest'ultimi dai paesi a monometallismo oro, una copiosa e nutrita corrente di metallo bianco.

Ma tale inversa corrente di merci e di metallo, non può durare all'infinito. Imperocchè, in primo luogo le cospicue esportazioni dal paese a monometallismo argenteo tendono a poco a poco ad elevarne i prezzi interni, cioè ad eliminare quel premio all'esportazione, da cui le esportazioni traevano eccezionale impulso. In secondo luogo poi, tale potenzialità delle esportazioni a rialzare i prezzi all'interno si realizza per altra via, cioè mediante le successive immissioni di metallo bianco, che dalle ripetute esportazioni derivano. Onde giunge presto o tardi il momento in cui ogni divergenza tra il deprezzamento dell'argento di fronte all'oro ed il suo deprezzamento di fronte alle merci vien meno ed in cui quindi il traffico, ritornato nelle sue condizioni normali, pone fine alle eccezionali correnti di metallo bianco. Questi fatti con tutte le accennate vicende si sono seguìti tra il 1873 ed il 1893, nell'India inglese (1); e si

(1) *The Economist*, 22 dicembre 1888, pag. 1599; Fowler, *Gold Standard in India*, nell'*Economic Journal*, marzo 1901, pag. 82-4; *India's present*

sono seguìti del pari nel Messico, sebbene quivi con qualche ritardo, perciocchè l'iniziale sistema bimetallico esistente nel Messico, differendo fino alla completa scomparsa dell'oro il ribasso della piastra d'argento, ha ritardato l'azione degli accennati fenomeni (1).

Che se il mutato rapporto di valore tra l'oro e l'argento dipende, anzichè dal ribasso dell'argento, dal rialzo di valore dell'oro, nulla di tutto ciò avverrà. I paesi a monometallismo oro infatti sono al giorno d'oggi attraversati dalle grandi correnti commerciali, sono i paesi nei quali i prezzi prontamente si aggiustano alle mutazioni del valore del metallo tipo. Ora è evidente che se l'oro in questi paesi rialza, i prezzi dovranno in essi immediatamente deprimersi; il che farà sì che tale rialzo resti privo di qualsiasi influenza sul commercio dei paesi a monometallismo argenteo. Questi paesi infatti venderanno o compreranno i loro prodotti a prezzi in oro diminuiti, ma siccome l'oro è aumentato di fronte all'argento esattamente di quanto è aumentato di fronte ai prodotti, così pagheranno o riscuoteranno in ultima analisi un prezzo in argento identico a quello di prima (2). E per tutto ciò verrà meno ogni spostamento di metallo tra i paesi a monometallismo oro ed i paesi a monometallismo argenteo. Soltanto in virtù del rialzo dell'oro, si attiverà una copiosa corrente aurea tra i paesi a miniere, e i paesi a monometallismo oro, e ciò naturalmente a meno che l'aumento del valore dell'oro non sia stato prodotto da un aumentato costo di estrazione.

IV. — Un ultimo ed importante fattore di spostamento delle correnti monetarie per questioni inerenti al valore dei metalli preziosi, è al giorno d'oggi il passaggio graduale di molti paesi dal monometallismo argenteo o dal bimetallismo al monometallismo oro. Tanto in un caso quanto nell'altro infatti, l'argento, che nella circolazione esercitava da solo o unitamente all'oro l'ufficio di moneta tipo, resta confinato, dopo tale ri-

---

monetary condition, nell'*Economic Journal*, marzo 1907, pag. 47 e segg.; BARBOUR, op. cit., pag. 142 e segg.; LORIA, *Il valore della moneta*, pag. 44 e segg.; LORIA, *Le recenti vittorie dell'oro*, nella *Nuova Antologia*, 1° maggio 1901.

(1) VIOLLET, op. cit., pag. 57 e segg.; FAVRE, op. cit., pag. 52.

(2) LORIA, *Il valore della moneta*, pag. 45-6.

forma, all'ufficio modesto di moneta sussidiaria; e risultando per tale ufficio esuberante ai bisogni, viene in gran parte demonetizzato. Onde, mentre frattanto una copiosa corrente di oro muove dai paesi che sono i mercati centrali dei metalli preziosi per volgersi ai paesi in incipiente riforma monetaria, una corrente al pari copiosa di metallo bianco, si parte da questi ultimi paesi per mettere foce nei primi.

Senonchè, quando ben si guardi, queste riforme monetarie che determinano l'accennato movimento dei metalli preziosi, tendono a diventare, dirò così, contagiose e una volta iniziate si seguono con progressiva frequenza. Infatti quanto più la cerchia dei paesi a monometallismo oro si allarga tanto maggiormente l'oro si afferma come universale misura del valore, e tanto più quindi si accentuano gli inconvenienti inerenti all'altro tipo monetario. In secondo luogo poi, ogni nuovo paese che abbandona il tipo argento e che quindi demonetizza il metallo bianco, contribuisce per sua parte a deprimerne ulteriormente il valore, e con ciò aggrava vieppiù quello stato di cose che rende opportune e necessarie le accennate riforme.

E così tali riforme, dapprima assai rare, diventano, man mano che l' argento ribassa, via via più numerose e frequenti. E così il metallo bianco, fin non è guari ovunque imperante, indietreggia e si ritrae intimidito dinanzi all'avanzarsi del proprio rivale. E così resta spiegata la progressiva e vittoriosa diffusione del metallo giallo, alla quale da vent'anni passivi assistiamo.

CAPITOLO IV.

LA CIRCOLAZIONE MONDIALE DELLA RICCHEZZA E LE CORRENTI MONETARIE.

Accanto ai fenomeni ora studiati e che più o meno da vicino si rannodano a variazioni di valore dei metalli preziosi esercitano un' influenza notevole sulla distribuzione internazionale di questi, altri numerosissimi fenomeni d'ordine commerciale e monetario di cui però i principali sono i seguenti :

I. I prestiti internazionali. — II. I tributi che una nazione paga ad un'altra. — III. Le speculazioni e le crisi commerciali. — IV. Le correnti commerciali periodiche. — V. Il corso forzoso.

Dei quattro primi parleremo nel presente capitolo; del quinto invece terremo parola nel capitolo venturo.

§ 1. — *I prestiti internazionali.*

Il modo in cui al giorno d'oggi svolgesi l'operazione ormai comunissima dei prestiti internazionali dà luogo a considerazioni degne di nota. Generalmente sono le Banche o i Sindacati di Banche che assumono simili prestiti. Ma sebbene l'intervento degli Istituti di credito sembri ribadire vieppiù la opinione suffragata del resto dalle apparenze, che i prestiti internazionali si compiono mercè la trasmissione del numerario, in realtà invece il loro saldo si compie mercè la trasmissione di merci e prodotti. Le banche sottoscrittrici infatti, man mano che s'avvicina l'epoca stabilita per la spedizione del capitale mutuato, s'adoperano per procurarsi l'equivalente in lettere di cambio. Ma tale insolita domanda di divisa estera ne fa salire il corso al punto metallico; onde i banchieri, compiute le prime rimesse mercè la spedizione di tratte, si

varranno per le rimesse successive della moneta metallica. Se non che le sottrazioni d'oro portate alle riserve degli Istituti d'emissione, costringeranno questi a rialzare il saggio dello sconto, per contrarre la circolazione. Ed il ribasso dei prezzi che non mancherà dal prodursi, susciterà una forte esportazione di merci e una diminuzione delle importazioni. Si avrà in seguito a ciò un aumento nell'offerta della divisa estera, aumento, il quale riconducendo il cambio al di sotto del punto metallico, consentirà ai banchieri mutuanti di completare le loro rimesse mercè l'invio di nuove tratte. Ora queste tratte rappresentano null'altro che le merci spedite dal paese mutuante al mutuatario; onde ciò che in ultima analisi costituisce la realtà sostanziale del prestito, è la trasmissione di merci (1).

I prestiti internazionali si saldano adunque in prevalenza mercè la spedizione di prodotti. Tali spedizioni però sono sempre precedute da una trasmissione di numerario; e tale trasmissione di moneta metallica costituisce il mezzo pel tramite del quale la successiva trasmissione di merci si realizza, il mezzo necessario a deprimere sifattamente i prezzi nel paese mutuante, da promuovere le accennate esportazioni di prodotti.

Quest'ufficio tutt'affatto sussidiario che le trasmissioni di moneta metallica esercitano nei prestiti internazionali, spiega molti fatti e fenomeni ad esso inerenti. È evidente anzitutto che quanto più ingente è l'ammontare del prestito, tanto più considerevole dev'essere, a parità d'altre condizioni, la trasmissione iniziale di moneta metallica. Infatti quanto maggiore è l'ammontare del prestito, tanto più cospicua è la massa dei prodotti che vuol essere esportata in pagamento. Ma le esportazioni di un paese aumentano in relazione al ribasso dei prezzi, ed il ribasso dei prezzi è tanto più accentuato quanto maggiore è a parità d'altre condizioni la contrazione della circolazione, o, per risalire alla causa prima, l'uscita del metallo prezioso. Quindi in ultima analisi l'esodo dei metalli preziosi o, ciò che è lo stesso, il ribasso dei prezzi deve essere tanto più ragguardevole quanto più ingente è la somma del prestito. Ma lo sappiamo, ogni violento generale ribasso dei prezzi

---

(1) CAIRNES, op. cit., pag. 376 e segg.

genera in un paese una crisi profonda. Quindi finchè il prestito è di poca entità esso rimane privo di gravi inconvenienti. Ma non appena esso ecceda la potenzialità economica del paese mutuante, tosto esso provoca una crisi monetaria assai grave.

Ma per altre ragioni un prestito ingente e superiore alla potenzialità economica del paese assuntore può essere per questo cagione di depressione, di crisi. La potenzialità di un paese nei prestiti internazionali dipende infatti dalla sua potenza di accumulazione e dalla parte delle nuove accumulazioni che trovano impiego all'interno. Ora il risparmio per una nazione consiste nell'eccedenza della produzione di merci, sul consumo improduttivo delle medesime (1). Cosicchè il fondo delle merci di cui una nazione può annualmente disporre per i prestiti all'estero, è dato dall'eccedenza della produzione sul consumo, detrazione fatta da quest'eccedenza delle merci, che per scopi produttivi vengono impiegate all'interno. Ora è evidente che se i banchieri di un paese si avventurano in prestiti esteri superiori alla potenza accumulatrice di questo, gravi guai ne devono derivare. Per trasmettere infatti i prestiti ingenti, i banchieri dovranno anzitutto sottrarre alle banche una parte cospicua delle loro riserve. E così facendo essi provocano il ribasso dei prezzi, necessario acchè il resto dei prestiti venga trasmesso in prodotti. Le esportazioni di prodotti infatti aumenteranno per tutto l'ammontare rimanente dei prestiti da saldare. Se non che, siccome i prestiti assunti sono superiori alla potenza accumulatrice del paese in considerazione, così questo per mantenere i suoi impegni esporterà non soltanto le merci costituenti i nuovi capitali formati, ma altresì una parte delle merci che, come materie prime, combustibili, viveri, rappresentano parte del capitale circolante necessario alla produzione nazionale. Cosicchè per effetto degli eccessivi prestiti esteri, il paese malaccorto che in essi si è avventurato, non soltanto resterà privo dei capitali nuovi accumulati necessari a dar nuovo impulso alla produzione nazionale, ma resterà privo altresì dei capitali

---

(1) Lexis, *Il consumo economico-sociale*, nella *Bibl. dell' Econ.*, Serie III, Vol. XI, pag. 876.

necessari a reintegrare parte dei capitali circolanti strettamente indispensabili alla produzione. Per tutto ciò, accanto alla crisi monetaria, passeggerà del resto, dipendente dalla rarefazione del medio circolante, scoppierà una crisi industriale profonda dipendente dalla perdita di una parte del capitale circolante, e questa crisi che poco o molto colpirà tutti i rami di produzione, perdurerà finchè coi nuovi e successivi risparmi il paese non sia riuscito a ricostituire per intero il capitale circolante esportato, ed a ristabilire fra i vari elementi della produzione l'equilibrio imposto dalla legge delle proporzioni definite (1).

Questi fatti, accompagnati dagli effetti disastrosi ora accennati, si seguirono in due periodi classici della storia economica dell'Inghilterra, vale a dire nel 1825 e nel 1890. E, strana combinazione, in ambedue cotesti periodi i disastri si seguirono per prestiti esorbitanti fatti alle Repubbliche Sud-Americane. Dopo il 1820 infatti sorge in Inghilterra una vera frenesia per le imprese del Sud-America, e a decine di milioni vengono in breve ora sottoscritti i capitali da impiegarsi in Argentina, nel Brasile, nel Venezuela (2). Ma i capitali sottoscritti, che si aggiungevano ad altri prestiti già accordati dai banchieri inglesi ai paesi europei, eccedevano di gran lunga la potenza di risparmio dell'Inghilterra d'allora. Ond'è che, venuto il momento di inviare i capitali oltre oceano, scoppia in Inghilterra una terribile raffica che scatenatas dapprima sotto la forma di crisi monetaria, assunse poi la gravità e il carattere di una crisi economica generale.

Nè diversamente volsero le cose nel 1890. Anche qui ci troviamo di fronte a prestiti enormi assunti dai banchieri inglesi

---

(1) Le crisi infatti altro non sono che la conseguenza della violazione della legge delle proporzioni definite per rispetto ai vari elementi della produzione; violazione che può dipendere sia dalla distruzione di capitali precedentemente accumulati, sia dalla inutilizzazione anche temporanea di cotesti capitali, come è appunto il caso di prestiti esteri fatti in misura eccedente la potenza accumulatrice di un paese (Vedi PANTALEONI, *Principii di Economia pura*, nota a pag. 141 e 142).

(2) JUGLAR, *Des crises commerciales*, Paris 1889, pag. 260 e segg. e pagine 334-6.

a favore dell'Argentina, del Brasile e di altre repubbliche sud-americane. Ed anche qui al pari che nel 1825 ci troviamo di fronte ad una crisi generale e profonda conseguente dal perturbamento recato all'economia britannica dall'assunzione di prestiti così ingenti ed aggravata per giunta da una serie di sventure che in quell'epoca colpirono i paesi sì largamente sussidiati (1).

L'ufficio tutt'affatto secondario e subordinato che le trasmissioni di numerario compiono rispetto alle trasmissioni del capitale giova a spiegare un altro fatto per sè singolare: e cioè che non sempre i paesi che sono generosi prestatori di capitali dispongono altresì delle maggiori riserve metalliche. Ciò che pone un paese in grado di prestare capitali agli altri è l'alta sua potenza produttiva messa in contrapposto alla potenzialità di consumo. Ora la superiorità di un paese nella produzione in genere è tutt'affatto indipendente dalla riserva metallica di cui può disporre e che altro non rappresenta che una parte del complesso congegno della circolazione della ricchezza. Anzi un'alta produttività del lavoro si riscontra generalmente presso i paesi economicamente evoluti: e presso i paesi economicamente evoluti esiste un sistema di banche così perfezionato da escludere negli scambi l'intervento della moneta e da esigere generalmente una minima riserva metallica a garanzia d'una circolazione fiduciaria colossale. Gli è perciò che i paesi presso i quali le nazioni meno ricche sogliono, come si suol dire, attingere oro, possono compiere ugualmente la loro funzione di distributori generosi di capitali anche se dispongono di un'esigua riserva metallica. Ed è perciò che recentemente nell'ultima esposizione finanziaria il ministro Majorana ha potuto con legittimo vanto annunciare al Parlamento che le riserve metalliche dei nostri Istituti di emissione e del Tesoro superano quelle disponibili in Inghilterra senza voler con ciò affermare la superiorità capitalistica dell'Italia sull'Inghilterra.

Ma l'eccedenza della produzione nazionale sul consumo non basta a mettere in grado un paese a far larghi prestiti all'estero.

(1) HYNDMAN, *Commercial crises of the Nineteenth Century*, London 1902, pag. 142 e segg.

Conviene che l'eccedenza della produzione annuale di merci, la quale rappresenta capitale in potenza, capitale liquido in formazione, non possa essere impiegata proficuamente all'interno o ciò che è lo stesso conviene che il campo interno d'impiego dei capitali sia ormai saturo (1). Ora ciò non si riscontra nei paesi poco popolati e prevalentemente agricoli in cui vaste terre giacciono ancora incolte ed aprono un vasto campo d'impiego al capitale e al lavoro (2). Ciò si riscontra invece nei paesi densamente popolati e prevalentemente industriali nei quali mancano terre da coltivarsi; nei quali il campo d'impiego per sè limitato è subordinato al concomitante sviluppo dei paesi agricoli e nei quali quindi l'alta potenza accumulatrice si accoppia all'angustia del campo d'impiego (3). Gli è perciò che gran parte dei prestiti internazionali vengono sottoscritti dai paesi industriali. I paesi industriali diventano così il centro del commercio dei capitali del mondo, il centro da cui i capitali si trasmettono ai vari paesi che ne hanno bisogno. E siccome tale trasmissione non si compie che mercè un esodo parziale della riserva metallica così si spiega perchè i paesi industriali, appunto perchè centro del commercio dei capitali, trovansi esposti assai più dei paesi agricoli a frequenti sottrazioni di metalli e trovansi costretti in correlazione a tali sottrazioni ad elevare con maggior energia e frequenza dei paesi agricoli il saggio dello sconto sia libero che ufficiale.

Ma se il credito internazionale è nel momento in cui i capitali si trasmettono da paese a paese causa di una nuova redistribuzione internazionale dei metalli preziosi, esso funge però in altre circostanze da elemento compensatore della bilancia monetaria di un paese ed in tal caso esso giova a differire o addirittura evitare una trasmissione di metallo che altrimenti sarebbe stata inevitabile.

Man mano infatti che un paese riceve i capitali mutuati, esso trasmette al paese mutuante l'equivalente in titoli pubblici,

(1) Mill, op. cit., pag. 482.

(2) "The land from which a society derives its food constitutes its field of prodution... " (Wakefield, *England and America*, Vol. I, pag. 126).

(3) Vedi la nostra: *Espansione commerciale e coloniale*, pag. 325 e segg.

in obbligazioni di Stato, di Società private o in azioni secondo l'uso a cui tali capitali sono destinati. Ora questi titoli che pel paese mutuatario e pel paese mutuante costituiscono rispettivamente un'esportazione ed un'importazione invisibili, rappresentano l'equivalente del capitale trasmesso sotto forma di merci e perciò servono a saldare temporaneamente la bilancia monetaria di ambo i paesi. E tale ufficio i titoli pubblici compiono al giorno d'oggi assai di frequente.

I paesi civili in genere, e segnatamente i paesi ricchi, che hanno un forte *stock* di capitali impiegati all'estero, posseggono masse rilevanti di titoli pubblici di cui una parte appartiene a capitalisti ed un'altra invece trovasi fluttuante sul mercato, viene presa a riporto dalle banche ed è oggetto di quotidiane contrattazioni nelle borse. Ora la massa dei titoli fluttuanti, quotidianamente negoziati e quotati alle borse, diviene uno strumento pronto e comodissimo di compensazione nei saldi internazionali.

Anzitutto uno squilibrio relativamente mite della bilancia monetaria di un paese si ha ogni qualvolta il corso dei cambi salga al disopra del pari anche se non raggiunge il punto dell'oro. Ebbene, anche in tal caso il titolo funge mirabilmente da saldo compensatore. Il cambio sfavorevole infatti rompendo il primiero equilibrio tra i prezzi dei titoli all'interno ed all'estero, suscita un attivo arbitraggio di titoli tra le borse estere e le nazionali. Dalle borse nazionali i titoli, oggetto di arbitraggio, migrano alle borse straniere, e cotesta migrazione, seguìta da corrispondenti rimesse, tende a ricondurre il cambio alla pari. Ed è assai più rapido e pronto il ritorno del cambio alla pari mediante la sua azione sui titoli, che non mediante la sua azione sulle merci, perchè i titoli a differenza delle merci, essendo quasi esenti da spese di trasporto, presentano la massima mobilità. Il che fa sì ch'essi possano prontamente migrare da un paese all'altro, anche per quelle menome differenze di prezzo che dalle piccole oscillazioni dei cambi derivano.

Ma anche nei casi di più grave squilibrio monetario, nei casi in cui il corso dei cambi giunga al limite dell'uscita dell'oro e questo esuli dai forzieri delle banche, i titoli fungono da eccellente strumento compensatore, e mercè la pronta loro

emigrazione giovano ad arrestare immediatamente l'iniziato esodo della riserva metallica. I titoli infatti, come sappiamo, trovansi in parte racchiusi nei forzieri dei privati, ed in parte trovansi fluttuanti sul mercato, acquistati e venduti da speculatori e presi a riporto dalle banche. Dalle dimensioni del fondo che le banche possono destinare ai riporti per riportare i titoli fluttuanti, dipende il prezzo medio e generale a cui i titoli possono essere riportati, ed a cui i titoli vengono negoziati. Ma il fondo dei riporti si ricostituisce ad ogni liquidazione di borsa, ricompare ad ogni liquidazione sotto la veste di medio circolante, e perciò risente assai da vicino le vicende della circolazione. Non appena perciò in un paese sopraggiunga una tensione monetaria e la circolazione si contragga, s'impegna tra i prodotti ed i titoli una lotta accanita per contendersi il medio circolante diminuito, e da questa lotta esce soccombente quel mercato che presenta i prezzi meno resistenti.

Ora fra i prodotti ed i titoli sono generalmente assai meno resistenti quest'ultimi, perchè oggetto di speculazioni sfrenate, e perchè molto spesso sopravalutati. Onde non appena la circolazione si contragga, tosto i titoli non tardano a ribassare; il che fa sì che i vuoti prodottisi nella circolazione vadano quasi esclusivamente a spese del fondo dei riporti.

Applicando ora questi principii al caso di un paese a bilancia sfavorevole, e quindi costretto a rialzare il saggio dello sconto per difendere la minacciata riserva metallica, vedesi subito che il vuoto che il rialzo dello sconto produce nella circolazione, se a lungo andare determina il deprezzamento dei prodotti, provoca però immediatamente la contrazione del fondo dei riporti ed il conseguente ribasso dei titoli (1). Ora, appunto per ciò, i titoli che sono i primi a deprezzarsi (2), sono i primi altresì, di fronte a una tensione monetaria, a migrare all'estero,

(1) Fanno, *La funzione dei riporti nelle operazioni di borsa*, Genova 1907, pag. 20-37.

(2) A cotesta teoria secondo la quale i titoli fungono in caso di strettezze monetarie da saldo compensatore solo dopo essersi deprezzati, teoria sostenuta valorosamente dal Loria, mosse recentemente una critica severa

favoriti in ciò, oltre che dal loro pronto deprezzamento, dalla grande loro mobilità (1). Ed è così, per queste ragioni molteplici, che i titoli pubblici fungono al giorno d'oggi da eccellente strumento di compensazione nella bilancia monetaria, e ch'essi per tale loro funzione evitano o differiscono un'ulteriore uscita dei metalli preziosi e quindi un cospicuo deprezzamento dei prodotti.

---

il prof. Fontana-Russo (*Trattato di Politica commerciale*, Milano 1907, pagina 856). A cotesta critica ha già risposto vittoriosamente il Graziani, dimostrandone l'insussistenza (*Giornale degli Economisti*, febbraio 1907, pagina 116).

(1) Non possiamo convenire col Loria quando sostiene che il rialzo del saggio dello sconto agisce sul prezzo dei titoli, non già direttamente mercè la pressione monetaria di cui è sintomo e causa, ma bensì indirettamente mutando il saggio dell'interesse al quale i titoli sono capitalizzati (Loria, *Il valore*, ecc., pag. 86). Se fosse vera questa teoria il ribasso del prezzo dei titoli dovrebbe essere pressochè proporzionale al rialzo dello sconto: ciò che i fatti non provano. In Inghilterra infatti lo sconto passa da un anno all'altro e talvolta da un mese all'altro dal 2 °/₀ al 6 °/₀ e viceversa, senza che le variazioni che subiscono i titoli pubblici sieno neppur lontanamente proporzionali a questa enorme oscillazione dello sconto. Gli è che la capitalizzazione dei titoli si fa in base al saggio dell'interesse e non già al saggio dello sconto; e gli è altresì che, senza risollevare ora la dibattuta questione dei rapporti esistenti tra l'uno e l'altro, le variazioni dello sconto sono spesso indipendenti dalle variazioni del saggio dell'interesse. Anzi, mentre lo sconto (rimunerazione del capitale monetario) varia assai di frequente ed oscilla moltissimo entro brevi periodi di tempo, il saggio dell'interesse (rimunerazione del capitale in genere) al quale, del resto, lo sconto nella sua media tende a proporzionarsi, soggiace a variazioni quasi nulle entro brevi periodi di tempo, e muta invece ma sempre lentamente e per gradi in periodi relativamente lunghi (Ferraris, *Principii*, ecc., pagina 209; Supino, *Economia Politica*, 2ª Edizione, pag. 510).

Questa indipendenza delle variazioni dello sconto dalle variazioni dell'interesse spiega appunto il perchè della sproporzione tra le variazioni del primo, e le inverse variazioni del prezzo dei titoli. Il saggio dello sconto non esercita direttamente alcuna influenza sul prezzo dei titoli; ma per altra via esso fa sentire la sua azione. Come fu spiegato nel testo e come fu da noi spiegato altrove, il rialzo dello sconto, scemando la circolazione, contrae il fondo dei riporti dei titoli fluttuanti e ne deprime il valore. Di qui l'azione indiretta dello sconto sul prezzo dei titoli, di qui la ragione delle piccole oscillazioni dei titoli di fronte ad oscillazioni anche formidabili del saggio dello sconto.

Ma l'esportazione dei titoli pubblici, se costituisce un mezzo eccellente per saldare la bilancia monetaria fra due paesi, non ne rappresenta sempre però il mezzo definitivo. Se si tratta infatti di titoli emessi dal paese che li ha esportati, la loro esportazione crea anzitutto un rapporto di debito e credito tra il paese emittente ed il paese che li ha acquistati. E cotesto rapporto dà luogo al periodico pagamento dell'interesse, fonte di turbamenti monetari e commerciali. Oltre a ciò il paese che ha i suoi titoli all'estero procura, appena il può, di riscattarli, e nel riscattarli esso altera la propria bilancia monetaria a proprio sfavore, dimostrando con ciò che l' esportazione dei titoli proprii non è che un mezzo affatto temporaneo di saldo internazionale (1).

Ma un paese ricco di capitali e che ha larghi investimenti all'estero, possiede in gran copia titoli di paesi stranieri, e questi, se adoperati a saldare una bilancia sfavorevole con un altro paese esso pure detentore di titoli esteri, diventano nei rapporti fra i due paesi considerati, uno strumento eccellente di saldo definitivo. Certamente fra il paese acquirente ed il paese che li ha emessi resteranno tuttora relazioni di debito e credito che presto o tardi dovranno essere regolate. Ma tra i due paesi fra i quali la trasmissione ha avuto luogo, essa costituisce un saldo definitivo, che esaurisce ogni ulteriore rapporto fra i paesi contraenti, nè crea la necessità di nuovi ed ulteriori rimesse. Ora appunto per ciò, questi titoli di terzi paesi sono fra tutti preferiti e prescelti nei saldi internazionali tra paesi ricchi che hanno larghi investimenti all'estero. Ed è appunto perciò che al giorno d'oggi di fronte al continuo ondeggiare del mercato monetario in Francia e in Inghilterra, si svolge un continuo flusso e riflusso di titoli americani o africani, che alternativamente sono spediti da Parigi a Londra e da Londra a Parigi, onde colmare le temporanee lacune della reciproca bilancia monetaria, ed evitare improvvise spedizioni di metalli preziosi.

---

(1) Loria, *Il valore della moneta*, pag. 88.

§ 2. — *I tributi internazionali.*

Il pagamento di un tributo o di un'indennità da parte di un paese ad un altro, qualunque ne sia la causa determinante, suscita correnti monetarie e dà luogo a fenomeni del tutto analoghi a quelli che derivano dal pagamento di un prestito; con questa differenza però, che mentre il pagamento di un prestito lascia tra i paesi contraenti profonda traccia di sè per le periodiche trasmissioni degli interessi o dei dividendi, e per l'eventuale riscatto del prestito stesso, il pagamento di un'indennità si esaurisce con sè stesso e rimane privo di qualsiasi ulteriore diretta o indiretta influenza. All'atto infatti in cui un paese paga l'indennità o il tributo, il corso dei cambi diviene sfavorevole al paese debitore e raggiunge ben presto il punto metallico. L'uscita del metallo provoca il rialzo del saggio dello sconto e la contrazione della circolazione che ne deriva deprezza i titoli e i prodotti, promuove una copiosa esportazione di questi e di quelli, e fa sì che il tributo o l'indennità sia pagata solo in piccola parte in moneta metallica e per la massima parte in titoli e merci, oppure in tratte sull'estero rappresentanti merci e titoli esportati sia nel paese creditore, sia in altri paesi stranieri. Del che ci porge un classico esempio l'indennità di guerra pagata dalla Francia alla Germania e che si saldò per 742 milioni in moneta metallica, per 2 miliardi e 800 milioni in cambiali sulla Germania e per 1.448.812.190 in cambiali tratte sull'estero, per la massima parte sull'Inghilterra (1).

§ 3. — *Le speculazioni e le crisi commerciali.*

Un altro importantissimo fattore da considerarsi a proposito delle correnti monetarie è il regolare alternarsi dei periodi di depressione e di grande attività speculatrice. Senza però soffermarci a considerare il fenomeno isolatamente per

(1) Ferraris, *Saggi di Economia, Statistica*, ecc., pag. 161 e segg.; Muller, *Le paiement de l'indemnité de guerre à Strasbourg de* 1871 *à* 1875, nel *Journal des Economistes*, 15 maggio 1906, pag. 242.

un solo paese ed esaminare la ben nota rivulsione monetaria che succede ad un periodo di speculazione sfrenata, è interessante seguire gli alterni flussi e riflussi dei metalli preziosi che si svolgono in periodi di risveglio economico fra i vari paesi del mondo. Dati gli intimi e serrati rapporti oggi esistenti fra le economie dei vari paesi, il risveglio economico che generalmente sussegue ad un periodo prolungato di depressione, si manifesta e si svolge quasi contemporaneamente in tutti i paesi, e se pur s'inizia in uno soltanto si comunica tosto a tutti gli altri. Ma se il risveglio è, si può dire, contemporaneo in ogni paese, esso non si presenta però in ogni paese con pari intensità, e questa diversa sua intensità, determina un perpetuo mutamento nella distribuzione internazionale dei metalli preziosi. Il paese che per primo si pone sulla via del risveglio e che quindi in sul principio presenta la maggiore attività, comincia prima degli altri ad utilizzare il capitale monetario giacente durante il periodo di depressione inoperoso presso le banche. Ed al primo segnale di risveglio commerciale e industriale le borse si scuotono. I rialzi nelle borse determinano l'espansione del fondo dei riporti, e promuovono l'investimento in riporti dei capitali depositati presso gli Istituti di credito. E analogamente avviene in tutti gli altri paesi di mano in mano che il risveglio si accentua. Ma in sul principio, finchè il movimento degli affari è ancora limitato e le riserve metalliche sono in ogni paese ancora esuberanti, il movimento ascensionale dei prezzi dei prodotti e dei titoli, si svolge in ogni paese senza ostacolo e senza ritegno. Però giunge ben presto il momento in cui il paese che con maggiore slancio degli altri perseguì l'attività economica, trovasi in questa sua improvvisa espansione ostacolato dalla riserva metallica, divenuta ormai appena bastevole a sorreggere il giganteggiante edificio della circolazione fiduciaria. A questo punto il rialzo dello sconto diviene inevitabile, ma, data la persistente fiducia nell'avvenire, esso risulta in sul principio impotente a deprezzare i prodotti ed i titoli, e solo riesce a correggere il corso dei cambi, a renderlo favorevole, a provocare l'entrata dei metalli preziosi, a consentire un'ulteriore espansione della circolazione. E così un primo flusso di metallo si compie dai paesi meno intensamente impegnati nell'at-

tività industriale verso il paese che ne è all'avanguardia. Cotesti paesi possono in sul principio impunemente assistere all'uscita dell'oro senza allarmarsi, senza elevare il saggio dello sconto, perchè ancora provvisti di una riserva abbondante. Ma a poco a poco, man mano che la loro attività economica s'intensifica, e che in correlazione ad essa aumenta la circolazione fiduciaria, cotesti paesi per secondare l'impulso della mirabile loro attività, devono richiamare dall'estero l'oro che all'estero avevano poco prima spedito. E qui a questo punto s'impegna una lotta accanita fra i vari paesi, per contendersi a colpi di sconto le riserve metalliche disponibili; lotta la quale suscita una violenta rivulsione monetaria, che inizia una serie di azioni e reazioni sui prezzi dei prodotti e dei titoli. E da cotesta titanica lotta esce vittorioso ora l'uno ora l'altro paese, secondo i mutevoli bisogni monetari di ciascuno di essi nei vari momenti. Ora è un paese che per l'impetuoso turbinìo della sua attività riesce a carpire all'altro parte della sua riserva metallica. Ora è invece questo secondo paese che, superando improvvisamente l'altro in attività, riesce a richiamare da esso e da altri paesi ancora una massa cospicua d'oro e d'argento. E così in questo perpetuo vicendarsi di cose, in questo rincorrersi saltuario e disordinato dei vari paesi sulla via frastagliata del risveglio economico, i metalli preziosi muovono ora in un senso ora nell'altro, e si cullano in perenni flussi e riflussi.

Fra i vari esempi di tali vicende che la storia economica del mondo registra, particolarmente interessante e istruttivo è quello che oggigiorno ci offrono gli Stati Uniti d'America. Dopo la crisi del 1900 dovuta alle intemperanze della speculazione ed alla guerra Sud-Africa, vi fu in ogni paese del mondo un grave stato di depressione (1). Ed in questo periodo in cui il capitale monetario, respinto dalla circolazione, giace inoperoso nelle banche, le banche degli Stati Uniti, sovraccariche di depositi si posero, per impiegarli proficuamente, a riscattare parte dei titoli americani fluttuanti in Europa,

(1) Raffalovich, *Le commerce extérieur de l'Allemagne*, nell'*Economiste Français*, 3 agosto 1902, pag. 188.

ed a cercare impiego ai capitali esuberanti fuori del continente americano, promuovendo così quel movimento d'espansione economica che atterrì al suo primo inizio tutte le nazioni europee, e che trovò il suo punto culminante nella geniale formazione del grandioso trust dell'Oceano (1). In questo indefesso lavoro rivolto al riscatto dei titoli americani, i banchieri di New-York, dopo aver esportato un po' di numerario a Londra ed a Parigi, continuarono senza difficoltà, mercè l'invio di tratte che le crescenti esportazioni degli Stati Uniti avevano rese abbondanti sui mercati americani. Ed è appunto mediante la cospicua eccedenza delle esportazioni sulle importazioni, che gli Stati Uniti riuscirono a riscattare i proprii titoli ed a trovare collocamento all'estero ai loro capitali esuberanti (2). Ma il rimpatrio di cotesti titoli non aveva potuto aver luogo che spingendone oltre misura il prezzo sui mercati americani, ed il rialzo iniziatosi su cotesti titoli si comunicò ben tosto a tutti gli altri, suscitando una memoranda campagna al rialzo, che trovava largo appoggio nelle banche, le quali, rivolgendo le abbondanti loro riserve ad incremento del fondo dei riporti, contribuivano a consolidare gli avvenuti rialzi e ad incoraggiare rialzi ulteriori (3). Ma mentre le banche americane, esultanti di avere scosso il giogo del capitale straniero, esaurivano in riporti le loro disponibilità, il risveglio timido dapprima e quindi veemente delle industrie e dei commerci veniva a contrastare alle borse le riportate vittorie. I bisogni crescenti di medio circolante per le industrie provocarono un improvviso rialzo dello sconto, che giovò a richiamare una copiosa corrente d'oro da Londra a New-York (4). Questi primi ritiri di metallo dalla Banca d'Inghilterra poterono effettuarsi senza difficoltà, perchè, dato il marasmo in cui ancora si dibatteva l'industria britannica, le riserve metalliche inglesi erano tuttora

---

(1) Fanno, *L'espansione commerciale e coloniale*, ecc., pag. 179 e segg.

(2) Blondel, *La France et le marché du monde*, Paris 1901, pag. 14; Weulersse, *L'expansion Américaine*, nella *Grande Revue*, 1° ottobre 1899, pag. 133.

(3) Hepburn, *Cause of the recent money stringency*, nella *North American Review*, marzo 1906, pag. 378; Barker, *The Capitalization of Railroads*, nella *North American Review*, 19 ottobre 1906, pag. 723.

(4) Hepburn, loc. cit., pag. 378.

esuberanti ai bisogni. Senonchè contemporaneamente all'America, chiedeva alla Banca d'Inghilterra sussidio la Germania, nella quale il risveglio delle industrie rendeva ormai insufficiente la riserva metallica esistente. Non poteva perciò passare gran tempo che la Banca d'Inghilterra rialzasse il saggio dello sconto. E lo rialzò infatti ben tosto dal 2 ½ al 3, al 4, al 6 %; a ciò costretta, malgrado i continui arrivi di oro dal Transvaal (1), oltre che dalle sottrazioni di metallo dalla Germania, dagli Stati Uniti, dal Brasile, dall'Egitto, dal graduale risveglio delle sue industrie, promosso per inevitabile contagio dal rigoglio delle industrie d'oltre Manica. L'esempio dell'Inghilterra fu seguìto dalla Banca Germanica, che stretta anzi da insistenti richieste all'interno, andava oltre il segno portando lo sconto al 7 % (2). E qui a questo punto incomincia la classica e titanica contesa fra i vari grandi mercati per contendersi a successivi colpi di sconto le rispettive riserve metalliche, più che mai in questi momenti preziose (3).

Da questa improvvisa tensione monetaria il mercato americano restò alquanto scosso e turbato. Ma l'elevato sconto a New-York riuscì a richiamare nuovo oro dall'Inghilterra: e ciò mentre le borse americane, mercè un primo crollo dei prezzi, riuscivano a rigettare in Europa parte di quei titoli che poco prima con tanta esultanza avevano riscattati (4).

Ma la ricomparsa dei titoli americani sui mercati europei, se valse a differire la catastrofe nelle borse d'oltre Oceano, portò nuova pesantezza nelle borse europee. Mentre il fondo

(1) La produzione dell'oro nel Transvaal che nel 1902 ammontava a Lst. 7.253.665, salì nel 1906 a Lst. 24.579.997 (*The Economist*, 16 febbraio 1907, pag. 291). Contemporaneamente la produzione dell'oro nel mondo intero aumentava da fr. 1.537.900.000 a 2.096.000.000 (*L'Economiste Français*, 2 febbraio 1905, pag. 150).

(2) SPILLMANN, *La tensione monetaria*, ecc., nel *Giornale degli Economisti*, gennaio 1907, pag. 62.

(3) PAUL LEROY-BEAULIEU, *La hausse de l'Escompte à la Banque de France et la crise financière mondiale*, nel *L'Economiste Français*, 30 marzo 1907.

(4) CONANT, *Selling American Securities Abroad*, nella *North American Review*, 21 [illegible] pag. [illegible]

dei riporti andava ovunque restringendosi, la massa dei titoli fluttuanti progressivamente s'ingrossava (1). Situazione difficile ed insostenibile cotesta, che ovunque in Germania ed in Italia, nel Giappone e nell'Argentina, in Francia ed in Inghilterra ebbe per tragico epilogo il crollo dei prezzi.

Fra tutte però la Borsa di New-York era ancor quella che più resisteva, era quella che continuava a richiamare fondi per i riporti, e a mantenere tesa la situazione monetaria mondiale. Nuovi richiami d'oro dall'America vennero infatti ben presto a turbare ancora una volta il mercato londinese, e ad aggravare sifattamente la sua condizione da spingere la Banca d'Inghilterra a riscontare parte del suo portafoglio in Francia e perfino in Austria-Ungheria. Ed ecco qui in seguito a queste colossali operazioni di risconto internazionale, nuove negli annali delle banche, ecco un numero infinito di correnti d'oro dipartirsi dai vari paesi e convergere a Londra, mentre frattanto ad essa continua ad affluire il maestoso fiume d'oro che scende dal Transvaal. Tutti i paesi in cui lo sviluppo delle industrie è meno intenso, mobilizzano le loro riserve e le mettono a disposizione della Banca d'Inghilterra. Ma esse ancora non bastano a colmare i vuoti che le cagionano le sottrazioni di metallo degli Stati Uniti d'America, ed il fiume d'oro che mette foce a New-York continua a scorrere copioso (2). Per ricostituire il materiale ferroviario e secondare l'incremento del traffico, gli Stati Uniti hanno bisogno crescente di capitali, ed i banchieri americani che, come abbiamo visto, hanno già respinto in Europa parte dei titoli già riscattati, continuano a gettare sui mercati europei anche i titoli di nuova emissione (3). E con ciò essi altro non fanno che chiedere soccorso al capitale europeo, di cui non sono che tre anni avevano alteramente respinto l'aiuto. Cosicchè l'emancipazione dal capitale straniero,

---

(1) *The Money Market Review*, 9 febbraio 1907, pag. 191.

(2) Nel 1905 le importazioni d'oro negli Stati Uniti ammontarono a dollari 50.293.405; nel 1906 esse salirono nientemeno che a doll. 155.579.380, mentre le esportazioni diminuivano da doll. 46.806.466 a 46.709.176 (*L'Economiste Européen*, 29 marzo 1907, pag. 389).

(3) CONANT, Art. cit., pag. 514.

fatto questo strabiliante, che gli americani con mal celata esultanza avevano non è guari annunciato, altro non era che un'aspirazione chimerica, che la spavalderia d'oltre Oceano aveva trasformato in realtà; un'aspirazione che per un momento aveva potuto effettivamente realizzarsi, mentre imperversavano le crisi, ma che era destinata, ahimè! a rientrare nel campo delle più assurde chimere non appena il risveglio delle industrie avesse richiamato nell'ingranaggio della produzione i capitali che poco prima aveva respinti. E così con titoli d'ogni genere l'America paga le sue importazioni dall'Europa, e l'eccedenza delle importazioni sulle esportazioni, vanto legittimo dei discendenti di Washington dopo il 1890, si tramuta nel 1906 in un'eccedenza notevole delle importazioni, che tradisce l'importazione di capitali europei (1). Ma questi sfoghi non bastano ad alleggerire il mercato di New-York, congestionato di titoli; talchè, mentre con leggeri ritocchi alla legislazione bancaria si procura di aumentare l'elasticità della circolazione (2), nuovi ritiri d'oro dall'Inghilterra si rendono necessari. Già si stanno annunciando nuovi rialzi dello sconto in Europa, quand'ecco il mercato americano trova infine una soluzione alle strettezze in cui si dibatte. La borsa dei valori che, malgrado il primiero ribasso, resisteva ancora imperterrita alla tensione monetaria, finalmente cede e s'arrende. Il crollo dei titoli è formidabile, ma, passato il terrore del momento, l'atmosfera si purifica, ed il sereno risplende. Le richieste di capitali per i riporti scemano, e le disponibilità delle banche aumentano quasi d'improvviso. Anzi le banche americane si trovano d'improvviso sovraccariche di capitali e s'affrettano a restituire al mercato di Londra i fondi che ad esso avevano poco prima mutuato a condizioni onerose. Il cambio su Londra sale al punto metallico, e l'oro che non è guari aveva

---

(1) *La questione ferroviaria agli Stati Uniti e la situazione monetaria internazionale*, nell'*Economista* di Firenze, 14 aprile 1907, pag. 227.

(2) Hepburn, *Credit Currency*, nella *North American Review*, 7 dicembre 1906, pag. 1177; Scrutator, *Our business outlook*, nella *North American Review*, 5 ottobre 1906, pag. 641; Leroy-Beaulieu, *La réforme de la circulation fiduciaire aux Etats-Unis*, nell'*Economiste Français*, 26 dicembre 1903, pag. 946.

attraversato l'Atlantico, ritorna sui suoi passi, va a ricolmare i forzieri della Banca d'Inghilterra, consentendo a questa di ribassare il saggio dello sconto dal 6 al 4 %, e restituendo ai mercati europei un po' di elasticità. E così, in mezzo a questo ondeggiare perpetuo dei mercati monetari, in mezzo a questo turbine vorticoso di febbrile attività, che con ritmo diverso e con vario succedersi s'alterna fecondo e irresistibile nei diversi paesi, scorre fra gli uni e gli altri sotto l'azione ora impulsiva, ora moderatrice del saggio dello sconto un continuo flusso e riflusso di oro che, col suo corso capriccioso e volubile, tende a ristabilire perennemente fra i vari mercati quello stato di equilibrio che nella dinamica dell'economia mondiale viene senza posa perennemente turbato.

§ 4. — *Le correnti commerciali periodiche.*

Ma accanto a queste correnti monetarie irregolari che muovono ora in un senso ora nell'altro, scorrono al giorno d'oggi tra paese e paese, tra continente e continente delle correnti metalliche maestose e solenni che pel loro regolare ricorso possono chiamarsi correnti periodiche. La periodicità di tali correnti trae origine dalla singolare e complessa conformazione dell'odierno assetto economico del mondo, basato sulla grande divisione territoriale del lavoro tra paesi agricoli e paesi industriali.

Mercè tale divisione del lavoro infatti i paesi industriali devono provvedersi di materie prime e di viveri nei paesi agricoli, mentre questi a loro volta devono provvedersi di manufatti nei primi. Di qui due correnti commerciali, che muovono in senso opposto, ma che non essendo fra loro simultanee non possono essere sempre saldate mercè l'invio delle reciproche tratte. I raccolti infatti nei paesi agricoli si maturano generalmente verso l'autunno e questo loro maturarsi. aumentando improvvisamente la quantità di merci da far circolare, esige un aumento di medio circolante. Il quale, se la circolazione fiduciaria non presenta sufficiente elasticità, vuol essere importato dall'estero. E così verso l'autunno i paesi agricoli, pressati dai raccolti in maturazione, attraggono a sè parte delle

riserve dei paesi industriali e suscitano da essi un improvviso esodo di oro. Quest'oro, sottratto ai paesi industriali, rimane fino a raccolto compiuto nei paesi agricoli e vi rimane in parte in pagamento dei viveri e delle materie prime, che questi frattanto esportano nei grandi emporii manifatturieri. Ma dopo un certo lasso di tempo s'inizia l'opposta marea. Verso primavera i paesi agricoli cominciano a importare i manufatti di cui hanno bisogno, e così per ragioni commerciali s'indebitano verso i paesi industriali. Ma v'ha di più! Imperocchè i paesi agricoli, poveri generalmente, attingono i capitali necessari a redimere le loro economie nei paesi industriali, verso i quali vanno quindi annualmente debitori di *coupons* e di dividendi, che appunto per lo più si maturano in primavera. Per varie cause adunque la bilancia monetaria diviene sfavorevole ai paesi agricoli durante i primi mesi dell'anno. Ed è perciò che questi paesi, onde saldare i loro debiti, restituiscono ai paesi industriali la moneta metallica che nell'autunno avevano da essi importato e che ultimate le operazioni dei raccolti giaceva inoperosa nelle casse delle banche. Vero è che talvolta, per evitare queste duplici trasmissioni di metallo, dovute alla mancanza di simultaneità nei debiti e crediti dei paesi agricoli e dei paesi industriali, i banchieri di questi e di quelli traggono cambiali in bianco gli uni sugli altri (1). Ma questo sistema, condannato del resto dalla pratica bancaria perchè pericoloso, non riesce ad evitare totalmente le duplici trasmissioni del metallo. Onde frattanto, malgrado i complessi ingranaggi dei sistemi bancari moderni, che tendono a risparmiare l'uso della moneta metallica, questa per forza di cose viene tolta dalla sua passiva inazione, e con regolare periodicità migra dai paesi industriali ai paesi agricoli per ritornare poco in appresso ai paesi donde si era dipartita.

Un esempio memorando di queste correnti periodiche ci è fornito al giorno d'oggi dagli Stati Uniti d'America. Esauriti infatti verso la primavera tutti i crediti sull'Europa, che la esportazione di cotone e di grano aveva creato, gli Stati Uniti d'America vedono la bilancia monetaria volgere in quest'epoca

---

(1) GOSCHEN, op. cit., pag. 21.

a loro favore. Ed è appunto in cotesto periodo dell'anno che il cambio di New-York su Londra e Parigi diviene generalmente sfavorevole alla prima piazza; tanto più che questo periodo di rarefazione delle tratte sull'Europa coincide col periodo in cui i banchieri americani devono fare cospicue rimesse in Europa per pagare i *coupons* dei titoli americani esistenti a Parigi ed a Londra, e per fornire di fondi i loro concittadini che numerosi visitano le città europee. Perciò verso la primavera od anche più oltre, l'oro abbandona le coste occidentali dell'Atlantico e come periodico monsone si volge a Parigi ed a Londra. Ma ben presto, al sopraggiungere dell'autunno fecondo ed al maturarsi di copiosi raccolti, i bisogni di medio circolante aumentano in America; e dalle banche di New-York vengono ritirati i depositi per essere spediti nel fertile e giocondo *far-west*. Incalzati dal ritiro dei depositi i banchieri della Nuova Inghilterra per non lasciar prive di medio circolante le borse e le arterie maestre dell'attività industriale, chiedono soccorso alla vecchia Inghilterra. E questa, con veneranda generosità, mette a disposizione le proprie riserve. In questo secondo periodo dell'anno perciò l'oro inglese attraversa in senso opposto l'Atlantico, e va a porgere soccorso alle banche americane. Queste rimesse d'oro costituiscono frattanto il saldo anticipato dei grani e del cotone che l'America, terminati i raccolti, spedisce all'Europa. E così, secondo i periodi dell'anno, l'oro migra da New-York a Londra o Parigi, e da queste due capitali alla prima, migra alternativamente ora in un senso ora nell'altro, con regolare periodicità (1).

Nè molto dissimili a queste sono le correnti monetarie, che per cause analoghe muovono dall'Inghilterra all'Egitto. Anche in Egitto la stagione autunnale è contrassegnata dalla maturazione dei raccolti e dall'aumento dei bisogni di medio circolante. Per cui gli aumentati bisogni suscitano verso l'autunno una corrente d'oro da Londra in Egitto, oro il quale al principio dell'anno nuovo ritorna alla metropoli del Tamigi in pagamento dei *coupons* del debito Egiziano, e dei dividendi ed interessi dei capitali inglesi, che numerosi si sono impiegati nel

---

(1) Favre, op. cit., pag. 122 e segg.

paese del Nilo. Così adunque quasi simultaneamente le correnti monetarie periodiche muovono verso l'autunno dalla city di Londra e maestose s'irradiano verso New-York ed il Cairo; e quasi simultaneamente verso la primavera si dipartono da New-York e dal Cairo per convergere e mettere capo alla città del Tamigi. Per il che quasi costantemente a periodi fissi e regolari l'Inghilterra trovasi esposta a strettezze e *detentes* monetarie. Nell'autunno le angustie incominciano; nella primavera ritornano tempi migliori. Il che fa sì che mentre nei paesi agricoli sorride il germoglio delle nuove gemme, nell'Inghilterra industriale che non conosce ormai quasi più l'ineffabile sorriso del risveglio della natura, sorrida almeno, di passeggera letizia, il mercato monetario.

CAPITOLO V.

LE CORRENTI MONETARIE ED IL RIORDINAMENTO DELLA CIRCOLAZIONE NEI PAESI A FINANZE DISSESTATE.

§ 1. — *Il corso forzoso, l'aggio e le sue leggi.*

Da queste grandi correnti monetarie mondiali, che in varia direzione attraversano i paesi civili e che suscitano al loro passaggio un fecondo fermento di vita, restano tagliati fuori ed esclusi i paesi che per sventura sono tratti al corso forzoso.

Nel regime della carta-moneta infatti i metalli preziosi sono scacciati dalla circolazione. Una parte di essi emigra all'estero, e quella parte che rimane nel paese viene confinata e relegata nei forzieri delle banche. Ora ciò basta, come ognuno vede, a togliere ai metalli preziosi quella libertà di movimento, che nel regime della circolazione fidaciaria posseggono al massimo grado. Ma v'ha di più! Imperocchè i metalli preziosi cessano, imperante il corso forzoso, di costituire la base della circolazione, e cessano quindi di produrre quel continuo flusso e riflusso di oro che, come fra più vasi comunicanti, tende a mantenere fra i vari paesi la circolazione monetaria ad un comune livello. Perciò nei paesi a corso forzoso i metalli preziosi non costituiscono più il fluido mirabile che obbedisce spontaneo alle ondeggianti maree della circolazione; e le correnti monetarie, ridotte ad esile rigagnolo, contenute in ogni loro movimento, sospinte per vie artificiali e forzate, perdono quell'automatismo quasi meccanico, quella spontaneità di movimento, quella mirabile fluidità, che imperante una circolazione normale rappresentano le loro caratteristiche salienti.

Le grandi correnti monetarie s'avvicinano a paesi a corso forzoso, giungono ad essi, vi si infrangono contro, ma anzichè attraversarli ne lambiscono i confini e procedono oltre,

deviate nel maestoso loro corso dall'argine incrollabile della carta moneta. Solo di quando in quando per provvedere occasionalmente ai saldi eventuali della bilancia monetaria sgorga dalle immobilizzate riserve qualche rigagnolo d'oro o qualche rigagnolo d'oro in esse si riversa. Queste misere correnti monetarie che sono le uniche ad attraversare i paesi a corso forzoso, obbediscono nei loro movimenti alle leggi della carta moneta e dell'aggio. Perciò, prima di studiare i movimenti di quelle noi dovremo studiare le leggi di questa. E ciò faremo in questo paragrafo.

La carta-moneta inconvertibile è senza dubbio fra tutti i sostituti della moneta metallica, quello che presenta il massimo grado di economicità. La circolazione fiduciaria in genere infatti consente, è vero, un notevole risparmio dei metalli preziosi, ma esige e presuppone pur sempre una base metallica, che non è invece affatto necessaria nel regime della carta moneta. Per cui la carta moneta, medio circolante il cui valore, come ben dice il Ricardo, costituisce per intero un signoraggio (1), ed il quale esclude la necessità di qualsiasi dotazione metallica, rappresenta un medio circolante gratuito o quasi, e come tale fa risparmiare ai paesi che la introducono il sacrificio inerente al costo di produzione o d'importazione della moneta metallica (2). Ma se la carta moneta presenta, a

---

(1) Ricardo, *Principii*, ecc., loc. cit., pag. 590.

(2) Ricardo, op. cit., pag. 598; Ricardo, *Dell'alto prezzo dei metalli preziosi*, nella *Biblioteca dell'Economista*, Serie II, Vol. VI, pag. 201.

La circolazione metallica e la circolazione fiduciaria sono sempre, sebbene in proporzioni diverse, costose, mentre la circolazione a carta moneta è quasi gratuita. Gli è perciò che per lo più la carta moneta viene introdotta nei paesi poveri di capitali e poco progrediti, ai quali il mantenimento di una circolazione monetaria o fiduciaria sarebbe troppo costoso, tanto più che nei paesi poco progrediti, essendo scarsa la velocità di circolazione della moneta, ed essendo limitato, per l'imperfetto sistema bancario, il risparmio di moneta che la circolazione fiduciaria consente, è cospicua in relazione al traffico, la scorta metallica necessaria ai bisogni della circolazione, ed è grave quindi il sacrificio che la circolazione monetaria imporrebbe. Perciò i paesi poveri facilmente incappano nel corso forzoso e da esso difficilmente o con grave fatica sanno liberarsi. I paesi ricchi invece possono prendersi il lusso di mantenere una ragguardevole scorta metallica, e tutti i paesi ricchi e progrediti infatti posseggono una circola-

differenza di qualsiasi altro medio circolante questo vantaggio, non va esente però da inconvenienti assai gravi.

La carta moneta anzitutto, a differenza del biglietto di banca, non viene emessa in occasione di sconti o di operazioni bancarie, ma viene emessa bensì per provvedere ad urgenti bisogni finanziari. Il che fa sì che le sue emissioni non possano proporzionarsi ai bisogni del medio circolante, e ne sieno anzi del tutto indipendenti. In secondo luogo poi la carta moneta a differenza del biglietto di banca, è inconvertibile in moneta metallica e questa sua inconvertibilità, impronta di caratteri proprii la circolazione a corso forzoso. Mentre infatti nel caso del biglietto di banca, la circolazione se esuberante rientra automaticamente entro i dovuti confini, questa pronta e spontanea adattabilità manca alla circolazione della carta moneta. Sotto il regime del corso forzoso vien meno per gli Istituti bancari il pericolo di vedere esaurite le riserve metalliche, e viene meno quindi per essi ogni freno salutare e benefico alle emissioni eccessive. Perciò le emissioni, che già per sè stesse hanno luogo in modo affatto indipendente dai bisogni della circolazione, procedono disordinate ad arbitrio dei governi o degli Istituti di credito. E ciò esercita un'influenza rilevante sul saggio dello sconto. Infatti gli Istituti di credito che il corso forzoso proscioglie dall'obbligo di difendere a colpi di sconto la riserva metallica, ritraggono un utile rilevante dalla circolazione scoperta, utile che è tanto maggiore quanto più questa è cospicua. Ma per poter promuovere le emissioni al massimo grado, gli Istituti di credito devono praticare un saggio dello sconto depresso e quanto più è possibile uniforme, cioè esente da improvvisi e violenti rialzi. Ora un saggio dello sconto

zione normale, tanto più che essendo in essi assai rapida la velocità di circolazione della moneta e perfetto il sistema bancario, è, relativamente al traffico, esile la riserva metallica necessaria, e relativamente alla ricchezza nazionale minimo il sacrificio che il suo mantenimento impone. E tale misero sacrificio spiega come i paesi ricchi, qualora per una eventualità qualsiasi sieno costretti a ricorrere al corso forzoso riescano, a differenza dei paesi poveri, a liberarsene prontamente ed a ritornare alla circolazione normale. Del che la storia del corso forzoso in Francia tra il 1871 ed il 1878 ci porge il più classico esempio.

attraversato l'Atlantico, ritorna sui suoi passi, va a ricolmare i forzieri della Banca d'Inghilterra, consentendo a questa di ribassare il saggio dello sconto dal 6 al 4 %, e restituendo ai mercati europei un po' di elasticità. E così, in mezzo a questo ondeggiare perpetuo dei mercati monetari, in mezzo a questo turbine vorticoso di febbrile attività, che con ritmo diverso e con vario succedersi s'alterna fecondo e irresistibile nei diversi paesi, scorre fra gli uni e gli altri sotto l'azione ora impulsiva, ora moderatrice del saggio dello sconto un continuo flusso e riflusso di oro che, col suo corso capriccioso e volubile, tende a ristabilire perennemente fra i vari mercati quello stato di equilibrio che nella dinamica dell'economia mondiale viene senza posa perennemente turbato.

§ 4. — *Le correnti commerciali periodiche.*

Ma accanto a queste correnti monetarie irregolari che muovono ora in un senso ora nell'altro, scorrono al giorno d'oggi tra paese e paese, tra continente e continente delle correnti metalliche maestose e solenni che pel loro regolare ricorso possono chiamarsi correnti periodiche. La periodicità di tali correnti trae origine dalla singolare e complessa conformazione dell'odierno assetto economico del mondo, basato sulla grande divisione territoriale del lavoro tra paesi agricoli e paesi industriali.

Mercè tale divisione del lavoro infatti i paesi industriali devono provvedersi di materie prime e di viveri nei paesi agricoli, mentre questi a loro volta devono provvedersi di manufatti nei primi. Di qui due correnti commerciali, che muovono in senso opposto, ma che non essendo fra loro simultanee non possono essere sempre saldate mercè l'invio delle reciproche tratte. I raccolti infatti nei paesi agricoli si maturano generalmente verso l'autunno e questo loro maturarsi. aumentando improvvisamente la quantità di merci da far circolare, esige un aumento di medio circolante. Il quale, se la circolazione fiduciaria non presenta sufficiente elasticità, vuol essere importato dall'estero. E così verso l'autunno i paesi agricoli, pressati dai raccolti in maturazione, attraggono a sè parte delle

zione (1). Ora la moneta metallica può essere sostituita nella circolazione da una massa equivalente di moneta cartacea che ne rappresenti l'esatto valore. E, lo sappiamo del pari, imperante la circolazione fiduciaria, la massa della carta in circolazione corrisponde esattamente alla moneta circolabile, talchè il valore di quella coincide sempre esattamente col valore di questa. Ma non appena la moneta cartacea diventi inconvertibile e la sua quantità cessi di corrispondere alla quantità della moneta circolabile, viene meno quel mutuo rapporto tra la carta e il metallo, per cui il valore di quella altro non è che il riflesso del valore di questa. E la carta-moneta inconvertibile, che nella circolazione cessa di essere la genuina rappresentante di altrettanta moneta metallica, diviene la comune misuratrice del valore, in base alla quale si commisura il valore non soltanto di tutti i prodotti, ma altresì della stessa moneta metallica. Ora se nella circolazione s'insinua una quantità di carta-moneta superiore alla quantità della moneta metallica circolabile, è naturale che il valore della carta-moneta, si deprima in esatta proporzione alla quantità esuberante. E questo deprezzamento, che si traduce in un aumento generale dei prezzi, si riflette del pari sulla moneta metallica, ed appare espresso in modo nitido e preciso nel prezzo della moneta metallica misurato in carta-moneta. Per cui nella circolazione a corso forzoso, la carta-moneta, se in quantità esuberante, si deprezza di fronte ai prodotti e di fronte alla moneta metallica.

Il deprezzamento di fronte ai prodotti chiamasi *diminuzione di valore*; il deprezzamento di fronte al metallo chiamasi invece *disaggio* (2). Ed il *disaggio*, che in condizioni normali non può, come vedremo in seguito, permanentemente divergere dalla diminuzione del valore (3), diviene l'indice univoco, il misuratore preciso dell'esuberanza della circolazione.

---

(1) LORIA, *Il valore della moneta*, pag. 119.

(2) WAGNER, op. cit., pag. 563: « Nella carta-moneta uopo è distinguere il *deprezzamento* dalla diminuzione di valore. Il deprezzamento si rivela di fronte agli altri beni economici, che brevemente chiameremo *merci*... » (FERRARIS, *Moneta e corso forzoso*, Milano 1879, pag. 17).

(3) STRINGHER, *Il commercio con l'estero ed il corso dei cambi*, nella *Nuova Antologia*, 1° novembre 1894, pag. 31; LORIA, op. cit., pag. 122.

a loro s'avore. Ed è appunto in cotesto periodo dell'anno che il cambio di New-York su Londra e Parigi diviene generalmente sfavorevole alla prima piazza; tanto più che questo periodo di rarefazione delle tratte sull'Europa coincide col periodo in cui i banchieri americani devono fare cospicue rimesse in Europa per pagare i *coupons* dei titoli americani esistenti a Parigi ed a Londra, e per fornire di fondi i loro concittadini che numerosi visitano le città europee. Perciò verso la primavera od anche più oltre, l'oro abbandona le coste occidentali dell'Atlantico e come periodico monsone si volge a Parigi ed a Londra. Ma ben presto, al sopraggiungere dell'autunno fecondo ed al maturarsi di copiosi raccolti, i bisogni di medio circolante aumentano in America; e dalle banche di New-York vengono ritirati i depositi per essere spediti nel fertile e giocondo *far-west*. Incalzati dal ritiro dei depositi i banchieri della Nuova Inghilterra per non lasciar prive di medio circolante le borse e le arterie maestre dell'attività industriale, chiedono soccorso alla vecchia Inghilterra. E questa, con veneranda generosità, mette a disposizione le proprie riserve. In questo secondo periodo dell'anno perciò l'oro inglese attraversa in senso opposto l'Atlantico, e va a porgere soccorso alle banche americane. Queste rimesse d'oro costituiscono frattanto il saldo anticipato dei grani e del cotone che l'America, terminati i raccolti, spedisce all'Europa. E così, secondo i periodi dell'anno, l'oro migra da New-York a Londra o Parigi, e da queste due capitali alla prima, migra alternativamente ora in un senso ora nell'altro, con regolare periodicità (1).

Nè molto dissimili a queste sono le correnti monetarie, che per cause analoghe muovono dall'Inghilterra all'Egitto. Anche in Egitto la stagione autunnale è contrassegnata dalla maturazione dei raccolti e dall'aumento dei bisogni di medio circolante. Per cui gli aumentati bisogni suscitano verso l'autunno una corrente d'oro da Londra in Egitto, oro il quale al principio dell'anno nuovo ritorna alla metropoli del Tamigi in pagamento dei *coupons* del debito Egiziano, e dei dividendi ed interessi dei capitali inglesi, che numerosi si sono impiegati nel

(1) FAVRE, op. cit., pag. 122 e segg.

moneta tende in ogni caso a ridurre ad esile rigagnolo le correnti monetarie già per sè assai assottigliate.

Immaginiamo ora che a parità d'altre condizioni, aumenti improvvisamente in un paese a corso forzoso e viziato da un aggio elevato, il movimento degli affari. Orbene quest'aumento del movimento degli affari che, esistente una circolazione normale imporrebbe un aumento del medio circolante, scema invece, imperante il corso forzoso il rapporto tra la quantità della moneta circolabile e la quantità della carta moneta in circolazione, e con ciò tende ad elevare il valore di questa. Perciò, l'aumento del movimento degli affari, assorbendo una parte della carta esuberante, tende a rielevarne il valore, cioè a scemarne il disaggio. Ed è questo un fatto pure universalmente constatato.

Un esempio invero memorabile di queste azioni e reazioni si riscontra nel periodo che corre dal 1869 al 1873. In questo periodo infatti in quasi tutti i paesi afflitti dal corso forzoso, negli Stati Uniti, in Austria, in Italia, si nota una marcata tendenza del disaggio della carta-moneta a diminuire. Negli Stati Uniti la carta moneta perdeva sulla moneta metallica il 35 % nel 1869, e l'aggio dell'oro scende al 20 % nel 1870, al 10,75 % nel 1871, al 9,50 % nel 1872, per risalire al 12 % nel 1873 (1). In Austria l'aggio era del 21,89 nel 1870 e scende al 20,38 % nel 1871, al 9,27 % nel 1872, all'8,14 % nel 1873, e dopo d'allora, scomparsa in seguito alla crisi del 1873 una quantità di carta di comodo prima in circolazione, l'aggio continua a scendere al 5,24 % nel 1874, e al 3,40 % nel 1875 (2). In Italia l'aggio si aggira intorno al 13,40 nel 1867, scende al 5,62 nel 1868, al 3,40 % nel 1869 per risalire al 5,30 nel 1870, al 7,30 nel 1871, all'11,25 nel 1872 (3). Che più! Perfino la Russia, ci mostra lo stesso andamento di cose. In Russia, infatti, l'aggio ch'era del 28,30 nel 1870 scende nel 1871 al 19,16 %, nel 1872 al 16,77, nel 1873 al 16,30 % (4).

In tutti i paesi enumerati adunque, in modo più o meno marcato e deciso l'aggio dimostra nel periodo indicato la tendenza a diminuire, tendenza la quale tradisce la presenza e l'azione di

(1) FERRARIS, *Saggi*, ecc., pag. 366.
(2) ID., *Moneta*, ecc., pag. 32.
(3) ID., *Id.*, ecc., pag. 26.
(4) ID., *Id.*, pag. 34.

una causa comune che, estranea ai singoli paesi, abbia però agito in tutti contemporaneamente. Questa causa comune va rintracciata nella turbinosa attività economica che si sprigiona in ogni paese tra il 1869 e il 1873, e che in ogni paese provoca un generale rialzo dei prezzi. I numeri indici infatti registrano tale rialzo e da 98 nel 1869 scendono a 96 nel 1870 per salire a 100 nel 1871, a 109 nel 1872, a 111 nel 1873 (1). Ora è appunto l'aumentato movimento degli affari che accompagnandosi al rialzo dei prezzi, assorbiva nei paesi a corso forzato una parte della carta esuberante e provocava il ribasso dell'aggio. Ed è altresì tenendo conto di queste condizioni che si spiega come in questi paesi, scoppiata nel 1873 la crisi memoranda che fece piombare in uno stato di depressione il mondo intero, l'aggio riprenda nuovamente proporzioni allarmanti.

E qui a questo proposito torna opportuno porre in rilievo la spiegazione fallace che il Ferraris dà dell'influenza che l'attività commerciale esercita sull'aggio. Anzitutto il Ferraris, per dimostrare che la quantità della carta-moneta non ha alcuna influenza sull'aggio tien calcolo della quantità assoluta anzichè, come già avvertirono da lungo tempo economisti insigni (2), della quantità relativa, cioè della sua quantità in relazione al movimento degli affari. E dopo ciò, escluso l'elemento della quantità e l'elemento del credito da ogni azione sull'aggio, egli espone la teoria secondo la quale l'aggio varia esclusivamente in relazione alla domanda e all'offerta dei metalli preziosi. Ora è precisamente a proposito della domanda e dell'offerta dei metalli preziosi che il Ferraris ci dà una spiegazione fallace delle oscillazioni dell'aggio in periodi di attività e di depressione. « Un commercio vivace e di grandi proporzioni, egli dice, genera anche un rapido succedersi d'importazione e d'esportazione di numerario, e di questo non si sente scarsità sul mercato, perchè, oltre ad avere la giustamente vantata *rapidità di circolazione*, il moto degli scambi ne fa sempre venire come ne porta via. La sola anemia commerciale è fatale pei paesi a corso forzoso; allora

---

(1) Questi dati si riferiscono ai numeri indici del Sauerbeck (Johnson, *Money and Currency*, New-York 1906, pag. 112).

(2) Lampertico, *Il Credito*, pag. 256; Jevons, *La moneta e il meccanismo degli scambi*, pag. 236.

CAPITOLO V.

LE CORRENTI MONETARIE ED IL RIORDINAMENTO DELLA CIRCOLAZIONE NEI PAESI A FINANZE DISSESTATE.

§ 1. — *Il corso forzoso, l'aggio e le sue leggi.*

Da queste grandi correnti monetarie mondiali, che in varia direzione attraversano i paesi civili e che suscitano al loro passaggio un fecondo fermento di vita, restano tagliati fuori ed esclusi i paesi che per sventura sono tratti al corso forzoso.

Nel regime della carta-moneta infatti i metalli preziosi sono scacciati dalla circolazione. Una parte di essi emigra all'estero, e quella parte che rimane nel paese viene confinata e relegata nei forzieri delle banche. Ora ciò basta, come ognuno vede, a togliere ai metalli preziosi quella libertà di movimento, che nel regime della circolazione fiduciaria posseggono al massimo grado. Ma v'ha di più! Imperocchè i metalli preziosi cessano, imperante il corso forzoso, di costituire la base della circolazione, e cessano quindi di produrre quel continuo flusso e riflusso di oro che, come fra più vasi comunicanti, tende a mantenere fra i vari paesi la circolazione monetaria ad un comune livello. Perciò nei paesi a corso forzoso i metalli preziosi non costituiscono più il fluido mirabile che obbedisce spontaneo alle ondeggianti maree della circolazione; e le correnti monetarie, ridotte ad esile rigagnolo, contenute in ogni loro movimento, sospinte per vie artificiali e forzate, rdono quell'automatismo quasi meccanico, quella spontaneità di movimento, quella mirabile fluidità, che imperante una circolazione normale rappresentano le loro caratteristiche salienti.

Le grandi correnti monetarie s'avvicinano a paesi a o forzoso, giungono ad essi, vi si infrango ma hè attraversarli ne lambiscono i confini e

CAPITOLO V.

LE CORRENTI MONETARIE ED IL RIORDINAMENTO DELLA CIRCOLAZIONE NEI PAESI A FINANZE DISSESTATE.

§ 1. — *Il corso forzoso, l'aggio e le sue leggi.*

Da queste grandi correnti monetarie mondiali, che in varia direzione attraversano i paesi civili e che suscitano al loro passaggio un fecondo fermento di vita, restano tagliati fuori ed esclusi i paesi che per sventura sono tratti al corso forzoso.

Nel regime della carta-moneta infatti i metalli preziosi sono scacciati dalla circolazione. Una parte di essi emigra all'estero, e quella parte che rimane nel paese viene confinata e relegata nei forzieri delle banche. Ora ciò basta, come ognuno vede, a togliere ai metalli preziosi quella libertà di movimento, che nel regime della circolazione fiduciaria posseggono al massimo grado. Ma v'ha di più! Imperocchè i metalli preziosi cessano, imperante il corso forzoso, di costituire la base della circolazione, e cessano quindi di produrre quel continuo flusso e riflusso di oro che, come fra più vasi comunicanti, tende a mantenere fra i vari paesi la circolazione monetaria ad un comune livello. Perciò nei paesi a corso forzoso i metalli preziosi non costituiscono più il fluido mirabile che obbedisce spontaneo alle ondeggianti maree della circolazione; e le correnti monetarie, ridotte ad esile rigagnolo, contenute in ogni loro movimento, sospinte per vie artificiali e forzate, perdono quell'automatismo quasi meccanico, quella spontaneità di movimento, quella mirabile fluidita, che imperante una circolazione normale rappresentano le loro caratteristiche salienti.

Le grandi correnti monetarie s'avvicinano a paesi a corso forzoso, giungono ad essi, vi si infrangono contro, ma anzichè attraversarli ne lambiscono i confini e procedono oltre,

Orbene anche ciò si è avverato nell'Argentina e nel Brasile in seguito ai fatti prima narrati. Nell'Argentina infatti, cessate le emissioni disordinate e cessato l'aumento dell'aggio, i prezzi interni vennero a poco a poco ad aggiustarsi al deprezzamento della carta-moneta; ed il costo di produzione del grano si elevò sifattamente da non rendere più proficua la sua esportazione. Ne seguì, dopo il 1892, in Argentina una forte crisi agricola che colpì disastrosamente gran parte degli agricoltori, e che pose temporaneamente un freno all'espansione della granicoltura, che negli anni precedenti si era svolta con vigore e veemenza (1).

Nè volsero diversamente le cose anche al Brasile, ove l'energico impulso dato dal disaggio della carta-moneta alla coltura del caffè, ha provocato quella crisi profonda ed invincibile da cui i piantatori ed il mercato del caffè non si sono per anco rialzati.

Che se ogni mutamento nel movimento degli affari o nella quantità di carta-moneta in circolazione, tende a far variare l'aggio, analoghi effetti tende a produrre ogni variazione nel valore dei metalli preziosi. Supponiamo infatti che a parità d'altre condizioni, il valore dei metalli preziosi, per qualsiasi causa, improvvisamente diminuisca. I prezzi di tutti i prodotti aumenteranno immediatamente nei paesi a circolazione normale; ma da tale aumento resterà invece esente in sul principio il paese a corso forzoso. Se non che dato l'aggio ed i prezzi al loro primiero livello gli stranieri troveranno la convenienza dopo la diminuzione del valore dell'oro di rivolgere i loro acquisti al paese a corso forzoso; il che promuovendo da questo le esportazioni, avrà anzitutto per effetto di provocarvi il rialzo dei prezzi, ed in secondo luogo di promuovere una cospicua importazione di oro, che produrrà una sensibile depressione dell'aggio. Per cui la diminuzione del valore dell'oro tende ad attenuare il disaggio della carta (2), e ciò essa fa dopo aver promosso le esportazioni di merci dal paese a corso forzoso ed avervi promosso una

(1) Lorini, op. cit., pag. 274.

(2) Piperno, *Le cagioni dell'aggio*, nell'*Archivio di Statistica*, anno 1880, pag. 301 e segg.

dati dalle banche estere alle banche italiane (1).
alla generale prosperità che s'inaugura in seguito
pioso dei capitali stranieri, i nostri grandi Istituti
ari della loro responsabilità, iniziano un periodo
'sordinate. E le emissioni eccessive che non tar-
a speculazioni febbrili, mutano a poco a poco
o sfavore, sì da promuovere l'esodo delle riserve
e eccedenze delle esportazioni di oro e d'argento
ti, ammontano nel 1884 a 18 milioni, salgono
si calcolano a 39 nel 1886, a 75 nel 1887, a 37
l 1889, a 48 nel 1890, a 14 nel 1891. Sono
378 milioni di cui si sono assottigliate le
Ora di fronte a questo violento esodo dei
gravato dai *deficit* finanziari, e dalle intem-
ulazioni edilizie, venne a poco a poco a
ieri la persuasione che presto o tardi
to sospendere i pagamenti in metallo, e
nostra carta sarebbe ricomparso. Perciò
avevano titoli pagabili in oro, si affret-
al di qua del confine; ed altrettanto
portatori del nostro consolidato, impres-
nziari (4). Perciò, mentre all'estero e
precipitavano, gran parte di essi rien-
il loro ingresso richiamava all'estero
). E l'assalto che da ogni parte con
sti anni tenebrosi, alle misere riserve
uti, costrinse il Governo, mentre già
ue ancora convertibile deprezzava,
ll'obbligo dei pagamenti in metallo,
rie nazionali dall'obbligo delle con-
o (5).

Società Generale di Credito Mobiliare
sti, 1° aprile 1895, pag. 376.
e, ecc., pag. 82 e segg.

divenga conveniente e possibile, tosto l'attiva domanda dei metalli preziosi, che a questo punto s'inizia, eleva immediatamente l'aggio dell'oro, e con ciò sposta la posizione d'equilibrio del corso dei cambi. Il corso dei cambi poi continua in relazione alle nuove dimensioni dell'aggio a rimanere al punto metallico, finchè il nuovo deprezzamento della cartamoneta, che per un certo tempo funge da premio all'esportazione, non sia riuscito a promuovere sifattamente le esportazioni ed a limitare in tal guisa le importazioni, da ristabilire la bilancia monetaria. Ma finchè il cambio è al punto metallico continua attiva la domanda di oro, e finchè continua la domanda di oro l'aggio prosegue il suo cammino ascensionale. Cosicchè l'aumento dell'aggio proseguirà rapido e progressivo, e non s'arresterà che nel momento in cui il corso dei cambi, il quale si eleva parallelamente all'aggio, non riesca finalmente a scostarsi dal punto metallico.

Nel caso di una bilancia favorevole, questa deprime anzitutto il corso dei cambi fino al limite che segna l'ingresso dell'oro. A questo punto l'oro comincia ad entrare nel paese, ma l'aumentata sua offerta contribuisce a deprimere l'aggio. E l'aggio continuerà a discendere e trascinare in questa sua discesa il corso dei cambi, finchè in seguito alla diminuzione dell'aggio le importazioni non siano aumentate e le esportazioni diminuite per modo da ristabilire la bilancia commerciale, e da rialzare il corso dei cambi al di sopra del punto metallico inferiore.

Così adunque, anche nel regime del corso forzoso, si svolgono di quando in quando delle correnti monetarie, le quali al pari che in un paese a circolazione normale giovano a ristabilire la bilancia monetaria ogni qualvolta questa venga turbata. Ma se ben si guarda, le correnti monetarie dei paesi a corso forzoso sono assai più esigue e più misere di quelle dei paesi a circolazione normale. A prescindere infatti dal carattere tutt'affatto peculiare di coteste correnti, carattere che fu da noi più addietro posto in rilievo, l'equilibrio della bilancia monetaria, una volta turbato si raggiunge nei paesi a circolazione normale, mediante un mutamento nel livello generale dei prezzi, mutamento il quale non può conseguirsi che mercè l'esportazione o l'importazione dei metalli preziosi. Ora nei paesi a corso forzoso la

bilancia monetaria si ristabilisce bensì al pari che negli altri con un mutamento nel livello generale dei prezzi in oro, ma siccome l'uscita o l'entrata dell'oro, non giova menomamente a mutare lo stato della circolazione e quindi il livello dei prezzi, così questo loro mutamento non può conseguirsi che mediante un'alterazione del rapporto tra l'oro e la moneta cartacea (1), cioè mediante una variazione dell'aggio. Quando quindi in un paese a corso forzoso vi sia una bilancia sfavorevole e l'oro cominci ad uscire, l'uscita stessa dell'oro o per meglio dire la sua attiva richiesta eleva immediatamente l'aggio; e questo rialzo dell'aggio provoca immediatamente l'invocata depressione dei prezzi in oro, la quale a sua volta ristabilendo l'equilibrio della bilancia monetaria, arresta ogni ulteriore esodo del prezioso metallo. Perciò nel caso del corso forzoso basta direi quasi la minaccia dell'uscita dell'oro, perchè tosto, mercè l'inacerbirsi dell'aggio, si realizzi all'interno quella depressione dei prezzi in oro, ch'è necessaria al ristabilirsi della bilancia monetaria, e che in un regime di circolazione normale non si consegue che dopo che l'oro sia in gran copia effettivamente esulato. Per tutto ciò quindi le correnti monetarie, che le necessità imperiose dei pagamenti all'estero suscitano nei paesi a corso forzoso, sono assai meno nutrite e copiose di quelle dei paesi a circolazione normale. E per tutto ciò la carta-moneta isola i paesi in cui impera dalle grandi correnti monetarie mondiali e riduce in essi il movimento dei metalli preziosi a condizioni miserrime.

§ 3. — *Le correnti monetarie e l'introduzione del corso forzoso.*

Ma se il corso forzoso, una volta attuato, assottiglia in modo sensibile le correnti monetarie internazionali, esso porta però dei cospicui movimenti nei metalli preziosi in due momenti importanti della sua vita: nel momento in cui viene attuato, e nel momento in cui viene soppresso.

Il corso forzoso può attuarsi sia per impellenti bisogni finanziari, che rendono necessaria l'immediata disponibilità delle riserve metalliche, sia per una disordinata politica monetaria

(1) Bastable, op. cit., pag. 62.

o bancaria. Ora per rispetto alle correnti monetarie che ne derivano, ha somma importanza il modo in cui il corso forzoso si attua.

I. — Se infatti il corso forzoso viene attuato per improvvisi ed impellenti bisogni finanziari, le banche che posseggono una cospicua riserva metallica, ma che sono prosciolte dall'obbligo di tenerla immobilizzata a garanzia dei biglietti in circolazione, s'affretteranno, a meno che lo Stato non la sequestri per proprio conto, a disfarsene in massima parte, serbando presso di sè solamente una piccola scorta metallica strettamente necessaria a provvedere agli occasionali pagamenti esteri. Ma tanto nel caso in cui la riserva sia sequestrata dallo Stato, quanto nel caso ch'essa sia lasciata a disposizione delle banche, essa viene più che in fretta alienata all'estero, viene cioè convertita in beni produttivi che dall'estero saranno importati in ricambio. Ed altrettanto avverrà della moneta metallica disponibile presso i privati, della moneta metallica in circolazione. Cosicchè pel concorso dello Stato, delle Banche e degli stessi privati, l'oro, subito dopo proclamato il corso forzoso, comincerà ad esulare, e si avrà così una maestosa corrente di metalli preziosi, corrente che dai paesi a circolazione avariata andrà a riversarsi nei paesi a circolazione normale. I primi anni del corso forzoso in Italia sono infatti, dopo il 1866, gli anni in cui si verificano le maggiori esportazioni dei metalli preziosi (1). E la proclamazione del corso forzoso in Francia nel 1870 è del pari accompagnata dall'esodo delle riserve metalliche nazionali, destinate a saldare una parte dell'indennità dei cinque miliardi (2).

I metalli preziosi, esulati dai paesi che proclamano il corso forzoso, vanno ad ingrossare la scorta metallica degli altri paesi. Ora se questa aggiunta è di poco momento, se cioè il paese passato al corso forzoso è d'una potenza economica assai limitata, l'alienazione della sua scorta metallica resterà per tutti gli altri paesi priva di effetti tangibili. Ma se il paese per sua sventura piombato nel corso forzoso, è paese economicamente potente e quindi dotato di una riserva metallica formi-

(1) Supino, *Storia della circolazione bancaria in Italia*, Torino 1895, Cap. III.

(2) Ferraris, *Saggi*, ecc., pag. 131 e segg.

dabile, l'improvviso riversarsi di questa negli altri paesi, non mancherà dal deprimere il valore dei metalli preziosi, dal promuovere il rialzo dei prezzi, dal suscitare un fatuo movimento di speculazione, il quale non tarderà ad essere seguìto da una crisi e da una conseguente redistribuzione dei metalli preziosi. Per cui la proclamazione del corso forzoso da parte di un paese ricco ed evoluto, non soltanto determina una prima corrente metallica all'atto dell'uscita dei metalli preziosi, ma in seguito questa prima corrente suscita nuove correnti fra i paesi in cui questa mette capo e tutti gli altri paesi del mondo, precisamente come se il metallo reso disponibile dal paese a corso forzoso derivasse da un'aumentata produzione mineraria, e dai paesi a miniere si volgesse ai paesi che con essi sono in diretti rapporti di scambio, per poi distribuirsi da questi a tutti i paesi del mondo, fino a riprendere in essi una posizione d'equilibrio.

La storia economica ci offre mille esempi che valgono a suffragare questi nostri riflessi. Ma certamente fra questi esempi il più memorando è quello che ci porge la Francia nel 1871. Imperocchè, i 700 milioni circa d'oro che la Francia, dopo la proclamazione del corso forzoso, trasmette alla Germania a parziale saldo della celebre indennità, costituisce per la Germania una notevole aggiunta al suo *stock* monetario, aggiunta che ne deprime improvvisamente il valore, e che suscita un immediato rialzo dei prezzi. Ed è appunto il rialzo fittizio dei prezzi avvenuto nel 1871 e nel 1872 che determina in Germania ed in Austria la crisi ormai memoranda del 1873, crisi, che dalla Germania mette in fuga parte del suo metallo prezioso, e che appunto con ciò promuove la redistribuzione a tutti i paesi del mondo dell'oro reso disponibile dal corso forzoso francese.

II. — Ma non sempre il corso forzoso s'attua improvvisamente, o per meglio dire non sempre improvvisamente si manifestano le cause che adducono al corso forzoso. Talvolta esse operano per molto tempo, di lunga mano e lentamente preparano la fatale riforma. Tale è appunto il caso di una cattiva politica finanziaria o bancaria che esorbiti smodatamente nelle emissioni. Le emissioni eccessive infatti, se non vengono immediatamente controperate dall'azione poderosa di un energico rialzo del saggio dello sconto, creano una bilancia sfavorevole, mettono in

fuga i metalli preziosi e conducono presto o tardi al corso forzoso. Perciò se da un lato il corso forzoso s'accompagna come abbiamo visto all'immobilità quasi assoluta del saggio dello sconto, dall'altro lato l'immobilità del saggio dello sconto adduce a sua volta al corso forzoso. E questa mutua corrente di azioni e reazioni rivela tutta la prodigiosa armonia delle leggi economiche.

Ma se le emissioni eccessive e l'immobilità del saggio dello sconto conducono al lento esaurimento delle riserve metalliche, e quindi presto o tardi al corso forzoso, tale processo di esaurimento viene talvolta precipitato dall'intervento di particolari circostanze che esse pure direttamente o indirettamente si rannodano alle emissioni eccessive. Il disordine della politica bancaria e la conseguente uscita dei metalli preziosi scuotono infatti il credito di un paese, e fanno prevedere di lunga mano l'avvento del corso forzoso ed il deprezzamento della valuta cartacea. Perciò tutti gli stranieri che nel paese in considerazione avevano impiegato cospicui capitali, s'affretteranno a ritirarli nella tema di perderli in caso di disastri bancari, o di perdere almeno parte delle somme impiegate, qualora la valuta nazionale si deprezzi per effetto del corso forzoso giudicato ormai inevitabile. Cosicchè l'esaurimento delle riserve metalliche, lento in sul principio, finchè contr'esse congiurino le sole emissioni eccessive, diviene poco in appresso rapido e progressivo pel ritiro improvviso dei capitali stranieri, e gli eventi per tal guisa precipitano in modo irreparabile, sì da rendere immediata la sospensione del cambio dei biglietti (1).

Eventi di tal genere si sono seguìti in Italia dopo il 1883, e cioè dopo la ripresa dei pagamenti in metallo. Risollevatosi il credito pubblico, numerosi capitali stranieri vennero a impiegarsi nella patria nostra. A ben 400 milioni si fa ascendere il credito cambiario aperto tra il 1880 ed il 1887 al commercio italiano dagli Istituti d'oltr'Alpe (2). Molti titoli di imprese italiane, senza parlare di quelli del Debito pubblico, migrarono all'estero, sia per acquisti fatti da capitalisti stranieri, sia per

---

(1) FAVRE, op. cit., pag. 23.
(2) STRINGHER, op. cit., pag. 41.

riporti accordati dalle banche estere alle banche italiane (1). Ma framezzo alla generale prosperità che s'inaugura in seguito all'influsso copioso dei capitali stranieri, i nostri grandi Istituti di credito, ignari della loro responsabilità, iniziano un periodo di emissioni disordinate. E le emissioni eccessive che non tardano a dar vita a speculazioni febbrili, mutano a poco a poco i cambi in nostro sfavore, sì da promuovere l'esodo delle riserve metalliche (2). Le eccedenze delle esportazioni di oro e d'argento sulle importazioni, ammontano nel 1884 a 18 milioni, salgono a 124 nel 1885 e si calcolano a 39 nel 1886, a 75 nel 1887, a 37 nel 1888, a 23 nel 1889, a 48 nel 1890, a 14 nel 1891. Sono complessivamente 378 milioni di cui si sono assottigliate le nostre riserve (3). Ora di fronte a questo violento esodo dei metalli preziosi, aggravato dai *deficit* finanziari, e dalle intemperanze delle speculazioni edilizie, venne a poco a poco a radicarsi negli stranieri la persuasione che presto o tardi l'Italia avrebbe dovuto sospendere i pagamenti in metallo, e che il disaggio della nostra carta sarebbe ricomparso. Perciò tutti coloro che non avevano titoli pagabili in oro, si affrettarono a rimandarli al di qua del confine; ed altrettanto fecero gran parte dei portatori del nostro consolidato, impressionati dei dissesti finanziari (4). Perciò, mentre all'estero e all'interno i nostri titoli precipitavano, gran parte di essi rientravano in patria; ma il loro ingresso richiamava all'estero una cospicua corrente di oro. E l'assalto che da ogni parte con accanimento si diede in questi anni tenebrosi, alle misere riserve metalliche nei nostri Istituti, costrinse il Governo, mentre già la nostra carta quantunque ancora convertibile deprezzava, ad esonerare le banche dall'obbligo dei pagamenti in metallo, ed a prosciogliere le tesorerie nazionali dall'obbligo delle conversioni dei biglietti di Stato (5).

---

(1) PANTALEONI, *La caduta della Società Generale di Credito Mobiliare Italiano*, nel *Giornale degli Economisti*, 1° aprile 1895, pag. 376.

(2) SUPINO, *Storia della circolazione*, ecc., pag. 82 e segg.

(3) STRINGHER, art. cit., pag. 38.

(4) PANTALEONI, art. cit., pag. 376.

(5) SUPINO, op. cit., pag. 108 e segg.

§ 4. — *Le correnti monetarie e l'abolizione del corso forzoso.*

Ma se è facile ad ogni paese, che nella politica monetaria e bancaria non si ispiri ai principii scientifici, il cadere nel corso forzoso, non altrettanto facile è invece il liberarsi da esso. La storia infatti ci addita numerosi esempi di paesi che, dopo aver abusato della carta moneta, dopo essersi dibattuti disperatamente fra le sue spire, dopo aver tentato, ma invano, di liberarsene, riconosciuta la loro impotenza a riscattarla sia pure in un futuro lontano, finirono per ripudiarla, per toglierle ogni potere liberatorio, per spogliarla insomma d'ogni valore. Ora non v'è chi non s'avveda come una misura di tal genere costituisca una vera bancarotta, una bancarotta che lo Stato tacitamente sancisce a danno di tutti i portatori di carta-moneta. A tale incresciosa misura ricorsero le varie colonie inglesi di America prima e durante la loro gloriosa riscossa (1), e ricorse del pari la Francia all'epoca degli assegnati.

Ma al giorno d'oggi le condizioni sono per fortuna di molto mutate, ed al giorno d'oggi non v'ha ormai più si può dire paese civile, il quale, conscio della propria dignità e del proprio decoro, non ascriva fra i suoi primi doveri quello di abolire il corso forzoso e di riprendere appena il può i pagamenti in metallo. Se non che a questo proposito si presenta un grave dilemma.

In tutta la storia del corso forzoso non si incontra che un solo esempio di carta-moneta che non si sia deprezzata. Solo la carta-moneta emessa dalla Francia tra il 1871 ed il 1878 ha potuto mantenersi quasi sempre alla pari (2). Ma se si toglie questo caso invero eccezionale, del quale, del resto, tenendo conto delle peculiari condizioni della Francia, possiamo renderci facilmente ragione, in tutti gli altri paesi che ricorsero alla carta-moneta,

(1) WILDMAN, *Money inflation in the United States*, London 1905, pagine 53-57-60; BOLLES, *Financial History of the United States*, New-York, 1892, Vol. I, pag. 169; WEEDEN, *Economic and social History of New-England*, Vol. II, pag. 759; MACPHERSON, *Annals of Commerce*, London 1805, Vol. III, pag. 398; *An impartial History of the War in America*, London 1780, pagina 202; *The present State of Great Britain and North-America*, London 1767, pag. 285; FERRARIS, *Moneta e corso forzoso*, ecc., pag. 14.

(2) FERRARIS, op. cit., pag. 37.

questa subì un disaggio rilevante di fronte all'oro (1). Ora appunto perciò si presenta qui a questo proposito il dilemma se il riscatto della carta-moneta debba compiersi al suo valore nominale o al suo valore reale.

Il riscatto al valore nominale implica per lo Stato l'obbligo di ritirare la carta in circolazione al valore d'emissione. Il riscatto al valore reale costituisce invece una specie di riconoscimento legale del deprezzamento della carta-moneta, e consiste nel riprendere i pagamenti metallici in base al rapporto di valore esistente tra la moneta metallica e la moneta cartacea nel momento dell'abolizione del corso forzoso. Ora non v'ha dubbio che se la carta-moneta, per le disordinate ed eccessive emissioni è assai deprezzata e perde come fu appunto il caso per molti paesi metà, due terzi, tre quarti del proprio valore, non v'ha dubbio che in tal caso sono enormi le difficoltà che si presentano all'esecuzione del riscatto al valore nominale, e che in tal caso il riscatto al valore reale imprescindibilmente s'impone.

Ma se ragioni d'opportunità o di necessità consigliano talvolta tale sistema, ciò non toglie ch'esso rappresenti per lo Stato che lo attua una bancarotta parziale. Lo Stato emettendo la carta-moneta contrae verso i cittadini un debito che in moneta metallica corrisponde all'ammontare equivalente al valore nominale della carta-moneta posta in circolazione. Ora se nel momento del riscatto lo Stato, pel deprezzamento della carta-moneta, restituisce ai cittadini per ogni biglietto presentato al cambio, non già la moneta metallica che questo originariamente rappresentava, ma qualche cosa di meno, esso non paga in tal caso che una parte dei suoi debiti e, checchè si voglia sostenere il contrario (2), compie una bancarotta parziale. Una bancarotta parziale ha perciò compiuto l'Austria nel 1811 quando ridusse a un quinto il valore delle Banco Zettel in circolazione, e successivamente nel 1816 quando ridusse ulteriormente il loro valore del 60 % (3). Nè va esente da un tal

(1) HAUPT, *L'histoire monétaire de notre temps*, Paris 1886.

(2) Per le argomentazioni sostenute a favore di cotesto sistema, vedi FERRARIS, *La Moneta*, ecc., pag. 166 e segg.; WAGNER, *Ordinamento dell'Economia Finanziaria*, nella *Bibl. dell'Econ.*, Serie III, Vol. X, Parte II, pag. 612.

(3) LEROY-BEAULIEU, *Trattato della Scienza delle Finanze*, nella *Bibl. dell'Econ.*, Serie III, Vol. X, Parte I, pag. 1154 e 1155.

genere di dolorose vicende neppure il primo periodo del corso forzoso nella Russia. La Russia infatti fu nel 1839 costretta a ridurre gli assegnati del 70 % del loro valore (1).

Ma non è d'uopo risalire fino al principio del secolo XIX per trovare altri esempi di riscatto della carta-moneta al suo valore reale. Anche assai di recente alcuni paesi, riconosciuta la loro impotenza a rielevare la carta-moneta al suo valore nominale, ricorsero al vieto sistema di legalizzare il suo deprezzamento, e di riprendere i pagamenti metallici in base al suo corso reale. La repubblica Argentina, la cui carta-moneta era verso il 1892 circa al 70 % del suo valore, riprendeva assai di recente i pagamenti metallici mediante l'istituzione di una cassa di conversione (2), ma stabiliva però contemporaneamente il rapporto fisso di conversione tra il pesos-carta e l'oro, in base a 44 centesimi di pesos-oro per ogni pesos-carta, legalizzando così in modo irreparabile il deprezzamento della carta-moneta (3). Analogamente la Russia, dopo un'esperienza più che secolare, rinunciava all'ardua impresa di ricondurre il rublo-carta al suo valore nominale e stabiliva nel 1897, anno in cui essa entrava nel novero dei paesi a monometallismo oro, che il suo valore fosse d'ora innanzi fissato in modo immutabile a 1 rublo 50 credito = 1 rublo oro (4). Con tale operato la Repubblica Argentina e la Russia richiamavano ai giorni nostri in onore sistemi ormai da lungo riprovati e respinti. E per quanto scrittori anche insigni, soverchiamente entusiasti delle operazioni finanziarie di cotesti paesi, si affatichino a dimostrare con argomentazioni fini, ma cavillose, la piena legittimità di tale operato (5), resta indubitato che l'Argentina e la Russia, colle loro recenti riforme monetarie vennero meno ai patti assunti, e tacitamente, se non in modo esplicito, sancirono la propria bancarotta.

---

(1) De Rocca, *La circolazione monetaria ed il corso forzoso in Russia*, Roma 1881, pag. 119

(2) Favre, op. cit., pag. 35 e segg.

(3) Lorini, *La Repubblica Argentina e i suoi maggiori problemi di economia e di finanza*, Loescher 1902, Vol. I.

(4) Lorini, *La riforma monetaria della Russia*, Roma 1897, pag. 74.

(5) Lorini, *La Repubblica Argentina*, ecc., Vol. I; *La riforma monetaria della Russia*, pag. 97.

Di questo carattere eminentemente arbitrario della ripresa dei pagamenti metallici al valore reale si sono resi pieno conto gli statisti d'ogni paese; ond'è che al giorno d'oggi, a meno che appunto circostanze speciali e ineluttabili non impongano di fare altrimenti, i paesi civili, vigili tutori del loro credito e della loro dignità, non si accingono a riprendere i pagamenti in metallo se non quando sieno in grado di convertire la carta-moneta al suo pieno valore. Se non che al completo conseguimento di tale risultato sono necessarie due condizioni. È anzitutto necessaria la ricostituzione di una riserva metallica sufficiente a provvedere al cambio dei biglietti al loro valore nominale, ed in secondo luogo è necessario che il disaggio della carta-moneta sia preventivamente scomparso, cioè che all'atto in cui il cambio dei biglietti s'inizia questi sieno già stati rielevati al loro valore nominale.

In quanto alla prima condizione essa è di intuitiva evidenza, per quanto molto si possa discutere intorno alla riserva strettamente necessaria a riprendere senza pericolo il cambio de' biglietti (1). Meno evidente appare invece la necessità della seconda condizione, sebbene, in base a quanto fu detto più sopra, riesca facile il dimostrarla. L'esistenza del disaggio della carta-moneta sta a significare ch'essa circola in quantità esuberante. Ora se mentre ancora effettivamente permane il disaggio, cioè se mentre ancora la circolazione è esuberante si proclama la convertibilità dei biglietti al loro valore nominale, il disaggio nominalmente scomparirà e fra moneta cartacea e moneta metallica si stabilirà la parità di valore. Ma siccome la moneta cartacea è tuttora esuberante, e perchè esuberante si deprezza di fronte alle merci, così la parità di valore tra la moneta cartacea e la moneta metallica si raggiungerà semplicemente a scapito di quest' ultima. I prezzi espressi in oro verranno a ragguagliarsi ai prezzi espressi in carta, cioè si eleveranno al livello di questi. In seguito a ciò la bilancia commerciale e monetaria diventerà sfavorevole al paese in considerazione, sì da promuovere un attivissimo scambio di biglietti per provvedere ai pagamenti esteri. E così la moneta metallica, sot-

(1) Ferraris, op. cit., pag. 164.

divenga conveniente e possibile, tosto l'attiva domanda dei metalli preziosi, che a questo punto s'inizia, eleva immediatamente l'aggio dell'oro, e con ciò sposta la posizione d'equilibrio del corso dei cambi. Il corso dei cambi poi continua in relazione alle nuove dimensioni dell'aggio a rimanere al punto metallico, finchè il nuovo deprezzamento della cartamoneta, che per un certo tempo funge da premio all'esportazione, non sia riuscito a promuovere sifattamente le esportazioni ed a limitare in tal guisa le importazioni, da ristabilire la bilancia monetaria. Ma finchè il cambio è al punto metallico continua attiva la domanda di oro, e finchè continua la domanda di oro l'aggio prosegue il suo cammino ascensionale. Cosicchè l'aumento dell'aggio proseguirà rapido e progressivo, e non s'arresterà che nel momento in cui il corso dei cambi, il quale si eleva parallelamente all'aggio, non riesca finalmente a scostarsi dal punto metallico.

Nel caso di una bilancia favorevole, questa deprime anzitutto il corso dei cambi fino al limite che segna l'ingresso dell'oro. A questo punto l'oro comincia ad entrare nel paese, ma l'aumentata sua offerta contribuisce a deprimere l'aggio. E l'aggio continuerà a discendere e trascinare in questa sua discesa il corso dei cambi, finchè in seguito alla diminuzione dell'aggio le importazioni non siano aumentate e le esportazioni diminuite per modo da ristabilire la bilancia commerciale, e da rialzare il corso dei cambi al di sopra del punto metallico inferiore.

Così adunque, anche nel regime del corso forzoso, si svolgono di quando in quando delle correnti monetarie, le quali al pari che in un paese a circolazione normale giovano a ristabilire la bilancia monetaria ogni qualvolta questa venga turbata. Ma se ben si guarda, le correnti monetarie dei paesi a corso forzoso sono assai più esigue e più misere di quelle dei paesi a circolazione normale. A prescindere infatti dal carattere tutt'affatto peculiare di coteste correnti, carattere che fu da noi più addietro posto in rilievo, l'equilibrio della bilancia monetaria, una volta turbato si raggiunge nei paesi a circolazione normale, mediante un mutamento nel livello generale dei prezzi, mutamento il quale non può conseguirsi che mercè l'esportazione o l'importazione dei metalli preziosi. Ora nei paesi a corso forzoso la

bilancia monetaria si ristabilisce bensì al pari che negli altri con un mutamento nel livello generale dei prezzi in oro, ma siccome l'uscita o l'entrata dell'oro, non giova menomamente a mutare lo stato della circolazione e quindi il livello dei prezzi, così questo loro mutamento non può conseguirsi che mediante un'alterazione del rapporto tra l'oro e la moneta cartacea (1), cioè mediante una variazione dell'aggio. Quando quindi in un paese a corso forzoso vi sia una bilancia sfavorevole e l'oro cominci ad uscire, l'uscita stessa dell'oro o per meglio dire la sua attiva richiesta eleva immediatamente l'aggio; e questo rialzo dell'aggio provoca immediatamente l'invocata depressione dei prezzi in oro, la quale a sua volta ristabilendo l'equilibrio della bilancia monetaria, arresta ogni ulteriore esodo del prezioso metallo. Perciò nel caso del corso forzoso basta direi quasi la minaccia dell'uscita dell'oro, perchè tosto, mercè l'inacerbirsi dell'aggio, si realizzi all'interno quella depressione dei prezzi in oro, ch'è necessaria al ristabilirsi della bilancia monetaria, e che in un regime di circolazione normale non si consegue che dopo che l'oro sia in gran copia effettivamente esulato. Per tutto ciò quindi le correnti monetarie, che le necessità imperiose dei pagamenti all'estero suscitano nei paesi a corso forzoso, sono assai meno nutrite e copiose di quelle dei paesi a circolazione normale. E per tutto ciò la carta-moneta isola i paesi in cui impera dalle grandi correnti monetarie mondiali e riduce in essi il movimento dei metalli preziosi a condizioni miserrime.

§ 3. — *Le correnti monetarie e l'introduzione del corso forzoso.*

Ma se il corso forzoso, una volta attuato, assottiglia in modo sensibile le correnti monetarie internazionali, esso porta però dei cospicui movimenti nei metalli preziosi in due momenti importanti della sua vita: nel momento in cui viene attuato, e nel momento in cui viene soppresso.

Il corso forzoso può attuarsi sia per impellenti bisogni finanziari, che rendono necessaria l'immediata disponibilità delle riserve metalliche, sia per una disordinata politica monetaria

(1) Bastable, op. cit., pag. 62.

quella generale depressione dei prezzi che appunto in quest'epoca si deplora, e che è affatto inutile il contestare (1). Questa depressione dei prezzi naturalmente perdura finchè permangono nella circolazione mondiale i vuoti che le sottrazioni d'oro e d'argento vi hanno lasciato. Se non che la generale depressione dei prezzi tende, come sappiamo, a promuovere la produzione dei metalli preziosi, ciò che, colmando le lacune prodottesi nella circolazione, non tarda a risospingere i prezzi al loro primiero livello e a ristabilire nuovamente l'equilibrio nella circolazione mondiale. Ma tale equilibrio non verrà a ristabilirsi che dopo una generale redistribuzione internazionale dei metalli preziosi, e dopo un aumento della loro produzione. Cosicchè l'abolizione del corso forzoso in un paese suscita non soltanto un infinito numero di esili correnti monetarie che dai paesi a circolazione normale vanno a riversarsi nel paese a corso forzoso, ma suscita altresì per lo squilibrio monetario che tali correnti non possono mancare dal produrre, una copiosa corrente metallica dai paesi a miniere ai paesi che con essi si trovano in diretti rapporti; corrente, la quale, frazionandosi poi in mille correnti secondarie, va a colmare nei vari paesi i vuoti che le piccole correnti iniziali avevano in essi prodotti e lasciati.

§ 5. — *Del sistema dei prestiti come mezzo per abolire il corso forzoso.*

Da quanto fu detto fin qui risulta che, perchè un paese possa con probabilità di successo riprendere il cambio dei biglietti, conviene anzitutto ch'esso procuri di ricondurre il valore di questi alla pari, ed in secondo luogo che accumuli una riserva metallica all'uopo sufficiente.

Noi dovremo ora prendere in esame i vari sistemi che un paese può seguire nell'abolire il corso forzoso, onde vedere quale fra essi permetta di raggiungere le due condizioni sopra enumerate, e presenti quindi la maggiore garanzia di successo.

Un paese può abolire il corso forzoso sia mediante un prestito, sia mediante il graduale riscatto della carta-moneta.

(1) Loria, op. cit., pag. 96.

dabile, l'improvviso riversarsi di questa negli altri paesi, non mancherà dal deprimere il valore dei metalli preziosi, dal promuovere il rialzo dei prezzi, dal suscitare un fatuo movimento di speculazione, il quale non tarderà ad essere seguìto da una crisi e da una conseguente redistribuzione dei metalli preziosi. Per cui la proclamazione del corso forzoso da parte di un paese ricco ed evoluto, non soltanto determina una prima corrente metallica all'atto dell'uscita dei metalli preziosi, ma in seguito questa prima corrente suscita nuove correnti fra i paesi in cui questa mette capo e tutti gli altri paesi del mondo, precisamente come se il metallo reso disponibile dal paese a corso forzoso derivasse da un'aumentata produzione mineraria, e dai paesi a miniere si volgesse ai paesi che con essi sono in diretti rapporti di scambio, per poi distribuirsi da questi a tutti i paesi del mondo, fino a riprendere in essi una posizione d'equilibrio.

La storia economica ci offre mille esempi che valgono a suffragare questi nostri riflessi. Ma certamente fra questi esempi il più memorando è quello che ci porge la Francia nel 1871. Imperocchè, i 700 milioni circa d'oro che la Francia, dopo la proclamazione del corso forzoso, trasmette alla Germania a parziale saldo della celebre indennità, costituisce per la Germania una notevole aggiunta al suo *stock* monetario, aggiunta che ne deprime improvvisamente il valore, e che suscita un immediato rialzo dei prezzi. Ed è appunto il rialzo fittizio dei prezzi avvenuto nel 1871 e nel 1872 che determina in Germania ed in Austria la crisi ormai memoranda del 1873, crisi, che dalla Germania mette in fuga parte del suo metallo prezioso, e che appunto con ciò promuove la redistribuzione a tutti i paesi del mondo dell'oro reso disponibile dal corso forzoso francese.

II. — Ma non sempre il corso forzoso s'attua improvvisamente, o per meglio dire non sempre improvvisamente si manifestano le cause che adducono al corso forzoso. Talvolta esse operano per molto tempo, di lunga mano e lentamente preparano la fatale riforma. Tale è appunto il caso di una cattiva politica finanziaria o bancaria che esorbiti smodatamente nelle emissioni. Le emissioni eccessive infatti, se non vengono immediatamente controperate dall'azione poderosa di un energico rialzo del saggio dello sconto, creano una bilancia sfavorevole, mettono in

Per tutto ciò quindi nulla di più facile che, non appena abolito il corso forzoso, i disavanzi tornino a far capolino e che il Governo, esaurite le risorse disponibili, sia costretto a ricorrere a nuove emissioni, risospingendo così ancor una volta il paese tra le spire insidiose della carta-moneta. Appunto perciò il sistema del prestito fece pessima prova ovunque fu tentato. Fece pessima prova in Italia, ove la ripresa dei pagamenti in metallo, tentata nel 1881 col mezzo di un prestito, non lasciava poco in appresso di sè altra traccia tangibile che l'aumento del nostro debito pubblico di 644 milioni (1). Fece pessima prova del pari nella dispotica Russia, ove ogni tentativo per riprendere, mercè un prestito di 15 milioni di sterline, il cambio dei biglietti, s'infranse nel 1862 contro lo scoglio dei disavanzi del bilancio (2).

Ed ora che abbiamo così fugacemente accennato ai difetti ed agli inconvenienti del sistema del prestito in generale, passiamo a considerare separatamente il procedimento che s'accompagna all'abolizione del corso forzoso, sia mediante un prestito estero, sia mediante un prestito interno.

Un prestito esterno giova ad un paese a procurarsi quando si sia una cospicua riserva metallica, ma non giova però a restringere la circolazione prima della ripresa dei pagamenti metallici ed a rialzare quindi il depresso valore della carta-moneta, se questa presenta ancora un disaggio. Ora è cotesta una grave lacuna che può compromettere assai seriamente l'esito di tale sistema. Ed invero, se la circolazione prima della ripresa del cambio dei biglietti è ancora esuberante e la carta patisce ancora un disaggio, questo scomparirà non appena il cambio venga iniziato, ma scomparirà non già mercè l'elevamento del valore della carta, ma bensì mercè la depressione del valore dell'oro. Per cui, di mano in mano che i biglietti saranno presentati per il cambio, l'oro che se ne ottiene sarà più che in fretta esportato, ed il cambio, seguìto dall'esportazione della moneta metallica, continuerà finchè col suo mezzo la circolazione cartacea non sia rientrata nei limiti della massa

---

(1) Supino, *Storia*, ecc., pag. 85 e segg.

(2) Leroy-Beaulieu, op. cit., pag. 1168.

seguono, producono una tale depressione dei prezzi da suscitare una forte corrente d'esportazione di merci, e da far sì quindi che in merci e non già in moneta metallica venga trasmesso l'ammontare rimanente del prestito. Ora, perchè tutto l'ammontare del prestito possa essere trasmesso in metallo dal paese in cui il sindacato risiede, conviene che le sottrazioni di metallo che il prestito a questo cagiona, sieno così limitate da non alterare in esso menomamente nè lo stato della circolazione nè lo stato dei prezzi. Se non che è evidente che se ciò è possibile finchè il prestito è di poco momento, ciò risulta assolutamente impossibile non appena il prestito raggiunga un notevole ammontare. Perciò se il prestito ammonta ad una somma assai ingente il sindacato assuntore non potrà più circoscrivere l'operazione d'incetta della moneta metallica al solo paese in cui esso risiede, ma dovrà estenderla ad altri paesi, dovrà anzi procurare di estenderla al massimo numero di paesi possibile. Così facendo, infatti, esso fraziona talmente fra i vari paesi le sottrazioni dei metalli preziosi, da renderle a ciascuno di essi quasi inavvertite, da lasciar inalterato in ciascuno di essi lo stato della circolazione e lo stato dei prezzi, da far sì insomma che ciascuno di essi invii per conto del sindacato al paese mutuatario della moneta metallica e non già delle merci. Ma come ognun vede, un tal modo di operare, necessario del resto a raggiungere lo scopo, impone anche ai paesi che effettivamente non partecipano al prestito, di contribuire essi pure all'invio dei metalli preziosi. Per cui un prestito esterno, contratto per abolire il corso forzoso, ben lungi dal promuovere una maestosa corrente metallica, che dal paese mutuante metta capo al paese mutuatario, suscita una infinità di piccoli rigagnoli che da tutti i paesi si partono per convergere e mettere foce al paese mutuatario, fino ad accumulare in esso una massa metallica corrispondente all'ammontare del prestito.

Orbene, la storia dei prestiti internazionali porge la più completa conferma alle conclusioni della deduzione astratta, e dimostra il rigore logico colla quale fu condotta.

Nel 1881, infatti, come ognuno sa, l'Italia, decisa ad abolire il corso forzoso contraeva un prestito di 644 milioni che il sindacato assuntore doveva entro un anno trasmettere al Governo in

moneta metallica. Era il sindacato composto di due gruppi principali di cui l'uno metteva capo alla Banca Baring di Londra e l'altro era capitanato dalla Banque d'Escompte di Parigi e dalla Società generale di Credito Mobiliare Italiano. Ma per quanto le banche affigliate a questi due gruppi appartenessero ai più diversi paesi, la parte maggiore del prestito fu assorbita dai mercati di Parigi e di Londra, per modo che la Francia e l'Inghilterra possono cosiderarsi i paesi che in realtà fecero il prestito all'Italia. Eppure, malgrado ciò le somme in moneta metallica fornite dall'Inghilterra e dalla Francia non rappresentano che una parte esigua delle rimesse complessive, mentre il resto veniva in gran parte fornito dai più svariati paesi del mondo, anche da quelli che al sindacato non avevano punto partecipato. « In questo gran movimento infatti, leggesi in uno scritto autorevole, in questo gran movimento composto di 588 spedizioni, l'Inghilterra prende parte solo per una somma relativamente piccola, per monete estere ritirate dalla Banca d'Inghilterra. La Francia fornì 66 milioni di franchi in napoleoni d'oro, 32 milioni in pezzi da 5 franchi e 48 milioni in moneta spicciola d'argento. L'America fornì circa 65 milioni di franchi, la Russia più di 25 milioni; la Germania in monete estere 60 milioni ed in monete nazionali 5 milioni; l'Austria 38 milioni, l'Australia, la Danimarca, la Svizzera, il Belgio e la Spagna concorsero per somme minori » (1), dando luogo così a quella serie infinita di esili correnti monetarie convergenti verso la patria nostra, delle quali la deduzione astratta ci aveva suggerito la necessità.

Ed ora passiamo ad esaminare il caso dell'abolizione del corso forzoso mediante un prestito interno. Anzitutto cotesto sistema presenta tutti i difetti ed inconvenienti proprii al sistema dei prestiti in generale, compreso quello di aggravare di un nuovo onere il bilancio in ragione dell'ammontare complessivo degli interessi annuali. Ma il pagamento di tali interessi dà luogo a turbamenti maggiori nel caso di un prestito esterno che nel caso di un prestito interno. Imperocchè mentre nel

(1) ROZENRAAD, *Il prestito italiano per l'abolizione del corso forzoso*, nella *Bibl. dell'Econom.*, Serie IV, vol. II, Parte II, r

primo caso il pagamento di tali interessi, dovendo farsi ai portatori stranieri, contribuisce ad esacerbare in modo sensibile il corso dei cambi, nel secondo caso invece, dovendosi tale pagamento fare ai portatori nazionali, non esercita alcuna influenza dannosa sui cambi.

Ma accanto a queste differenze secondarie tra i due sistemi, altre ve ne hanno di capitale importanza e che si riflettono in modo decisivo su tutto il procedimento complesso dell'abolizione del corso forzoso. Mentre infatti il sistema dei prestiti esterni giova, come abbiamo visto, a ricostituire le esaurite riserve, ma non già a restringere, prima della ripresa dei pagamenti in metallo, la circolazione, il sistema dei prestiti interni porta invece a risultati affatto opposti. Esso promuove l'immediata contrazione della circolazione cartacea e solo incidentalmente e per riflesso adduce alla ricostituzione delle riserve.

Infatti i sottoscrittori del prestito interno all'atto in cui compiono i loro versamenti, fanno rientrare nelle casse dello Stato una somma in biglietti equivalente all'ammontare del prestito contratto; e per l'intero ammontare di tale somma la circolazione resta diminuita. Ora basta che lo Stato distrugga i biglietti riscattati col prestito, o che in ogni modo non torni a metterli nuovamente in circolazione, perchè senza ulteriori procedimenti esso si avvii all'abolizione del corso forzoso. Se infatti prima del prestito la carta era esuberante e subiva un disaggio e se nel fissare l'ammontare del prestito il Governo si è studiato di commisurarlo all'ammontare della circolazione esuberante, compiute tutte le operazioni inerenti al prestito, la circolazione si troverà ricondotta nei limiti della circolazione normale, ed il valore della carta andrà via via rielevandosi fino a raggiungere la pari coll'oro. Ma non perciò il cambio dei biglietti potrà subito essere ripreso. A ciò è necessaria una cospicua riserva metallica, che il sistema del prestito interno non fornisce il mezzo di accumulare. Solo una bilancia monetaria favorevole può condurre all'accumulazione di cospicue riserve, e questa bilancia favorevole, ricondotto che sia il valore della carta alla pari, non può conseguirsi che mercè un'ulteriore rarefazione del medio circolante. Ma questa ulteriore rarefazione a sua volta non può raggiungersi che mediante il riscatto di una somma di carta-moneta superiore alla quantità esuberante.

Perciò, onde il sistema del prestito interno adduca alla contrazione della circolazione ed alla accumulazione di cospicue riserve conviene ch'esso ammonti ad una somma superiore all'esuberanza della circolazione. Solo a questa condizione esso riesce ad esplicare tutta la sua portentosa efficacia, ed a mettere in grado un paese di abolire prontamente il corso forzoso.

Ma come ognuno comprende la pronta efficacia di tale sistema, se rappresenta il suo massimo pregio, rappresenta altresì il suo maggiore difetto. Quanto più rilevante infatti è l'esuberanza della circolazione, tanto più cospicuo deve essere il prestito necessario a ricondurre il valore della carta alla pari, ed a creare altresì una bilancia favorevole. Ma quanto più cospicuo è tale prestito, tanto più ragguardevole risulta la rarefazione del medio circolante. Ora una cospicua ed improvvisa rarefazione della carta-moneta, tende ad elevarne immediatamente il valore, ma non può che produrre un repentino crollo dei prezzi. Anzi è solo questo repentino crollo dei prezzi che crea la bilancia monetaria favorevole, necessaria a ricostituire le esaurite riserve. Ora il repentino e cospicuo crollo dei prezzi, per quanto si tratti di prezzi espressi in carta, non può non andar accompagnato da crisi e perturbamenti violenti E perciò questo sistema, appunto perchè troppo repentinamente riconduce la circolazione allo stato normale, appunto perciò si palesa gravido d'inconvenienti. Ben è vero che il Governo, a rendere più graduale la contrazione della circolazione e la conseguente depressione dei prezzi può stabilire che il versamento del prestito sottoscritto anzichè tutto in una volta, venga compiuto a rate, a diverse riprese ed in un lasso relativamente lungo di tempo. Ma anche in tal caso il vantaggio sarebbe assai limitato. Il periodo stabilito tra il primo e l'ultimo versamento non può essere eccessivamente lungo, e di ben poco può quindi in questo caso risultare attenuata la gravità delle perturbazioni. Perciò il sistema dei prestiti interni, accanto ai difetti inerenti al sistema dei prestiti in generale accanto ai difetti suoi proprii, che più sopra abbiamo posto in rilievo, presenta questo gravissimo difetto, quest'inconveniente capitale, di produrre troppo repentinamente la contrazione della circolazione cartacea, e di far sì quindi che l'abolizione del corso forzoso eseguita col suo mezzo sia fonte di perturbamenti economici e di crisi finanziarie.

§ 6. — *Del graduale riscatto della carta moneta.*

Assai preferibile invece, perchè scevro da tali difetti, è il sistema del graduale riscatto della carta-moneta mediante gli avanzi annuali di bilancio. La parte esuberante della moneta cartacea che col suo peso inerte deprime il valore del medio circolante, viene in tal caso eliminata, anzichè con un prestito interno od esterno, cogli avanzi annuali. Ora tale riscatto avviene quasi automaticamente, senza bisogno di pratiche lunghe e complesse. In un paese a corso forzoso infatti, le imposte, tranne forse i dazi doganali che talvolta si saldano in oro, si pagano generalmente in carta-moneta, ed in carta-moneta lo Stato paga i suoi creditori nazionali. Ora quando il bilancio si chiude con un avanzo notevole, ciò significa che lo Stato ha riscosso o deve riscuotere una somma in carta-moneta superiore alla somma che in carta-moneta ha pagato o deve pagare, che cioè alla chiusura della gestione esso detiene nelle sue casse una somma in carta-moneta equivalente all'avanzo. Ebbene basta che lo Stato distrugga questa carta-moneta rientrata spontaneamente nelle sue casse, o che in ogni modo non torni a metterla nuovamente in circolazione, perchè con tale mezzo il graduale riscatto della carta esuberante si effettui, ed il suo valore gradatamente si elevi. Ed è questo, come ognuno vede, un sistema assai semplice, il quale per la sua semplicità e per altri suoi pregi, va preferito al sistema del prestito interno od esterno. Anzitutto, il succedersi di numerosi e prosperi bilanci, condizione indispensabile questa alla definitiva abolizione del corso forzoso, è per sè sintomo indubbio del definitivo assetto delle pubbliche finanze ed indice rassicurante che pel momento almeno lo Stato non avrà più bisogno di ricorrere a nuove emissioni di carta-moneta. Ora le nuove emissioni rappresentano, l'abbiamo visto, un continuo pericolo pei paesi che aboliscono il corso forzoso. E perciò l'abolizione del corso forzoso compiuta col sistema del graduale riscatto, non potendo iniziarsi che quando il bilancio sia ormai in assetto definitivo, quando cioè sia ormai scomparso il pericolo di nuove emissioni, presenta le più serie garanzie di successo e di stabilità.

Ma v'ha di più! Imperocchè con tale sistema lo Stato estingue gradualmente i suoi debiti rappresentati dalla carta in circolazione, senza crearne di nuovi, cioè senza convertirli in debito consolidato. Per cui col riscatto graduale lo Stato, a differenza che coi prestiti, riesce a porre in assetto la circolazione, migliorando le sue condizioni patrimoniali e senza aggravare di nuovi oneri il bilancio ormai fiorente e incrollabile. Infine, con tale sistema, il riscatto della carta esuberante, compiendosi gradualmente a varie riprese man mano che i bilanci si chiudono con notevoli avanzi, resta evitato il pericolo di un copioso improvviso ritiro di carta-moneta, e di un improvviso crollo dei prezzi, pericolo che abbiamo visto inevitabile nel caso del riscatto col mezzo di un prestito interno.

Ma ancora non basta! Imperocchè tale sistema man mano che provvede al graduale rialzo del valore della carta-moneta, contribuisce in pari tempo a promuovere l'accumulazione delle riserve necessarie a riprendere i pagamenti in metallo. Di mano in mano che la carta-moneta esuberante viene ritirata, i prezzi espressi in carta diminuiscono, mentre frattanto l'aggio rimane immutato. Il che creando una bilancia commerciale favorevole deprime il corso dei cambi fino al punto d'ingresso dell' oro. A questo punto una corrente di moneta metallica entra in paese a rafforzare le riserve delle banche o del pubblico tesoro. Ma quest'afflusso dei metalli preziosi, aumentandone l'offerta, deprime l'aggio, cioè eleva il valore della carta-moneta, e questa depressione dell'aggio, spostando il pari dei cambi, allontana questi dal punto metallico e con ciò sospende l'ingresso dell'oro. Ma l'ingresso dell'oro non tarda a ricominciare copioso non appena una nuova massa di biglietti venga ritirata dalla circolazione; salvo ancora una volta sospendersi ed ancor una volta riprendere più copioso che mai. Perciò man mano che la carta esuberante vien riscattata e che il suo valore gradualmente si eleva, i metalli preziosi penetrano a ondate intermittenti nel paese a corso forzoso, e deponendo in esso i detriti che portano seco, vi accumulano una riserva sufficiente a riprendere i pagamenti in metallo. Tale accumulazione si compie però in ogni caso in un lungo periodo di tempo, e ad essa partecipano numerosi paesi, partecipano cioè tutti i paesi coi quali il paese a corso

forzoso, nel periodico rinnovarsi dell'accennato ciclo di vicende, viene ad avere periodicamente una bilancia favorevole. Per tutto ciò quindi la sottrazione dei metalli preziosi, che il paese a corso forzoso nel lento ricostituire delle proprie riserve infligge agli altri paesi, essendo frazionata nel tempo e nello spazio, non può portare loro alcun turbamento dannoso. Onde il sistema del riscatto graduale, all'impareggiabile pregio di condurre all'abolizione del corso forzoso in modo sicuro e irrevocabile, al pregio insigne di non recare alcun perturbamento violento alla compagine interna del paese che lo attua, al pregio pure notevole di ricostituire quasi automaticamente le riserve metalliche, unisce l'altro pregio esso pure preclare, di riuscire a tutto ciò senza portare alcuna scossa, alcuna perturbazione sensibile nel mercato monetario mondiale.

Ma se un paese, pur avendo raggiunto uno stabile assetto delle proprie finanze, non presenta ancora avanzi annuali così ragguardevoli da poter contare su di essi pel riscatto della carta-moneta esuberante, esso può ugualmente riscattarla ricorrendo ad un altro espediente. È questo un espediente che in particolar modo può trovare attuazione nei paesi in cui il corso forzoso consta di biglietti di banca inconvertibili oppure di una circolazione mista di biglietti di banca e di biglietti di Stato. Infatti, uno Stato che in momenti di dissesti finanziari proscioglie le banche dall'obbligo della conversione dei biglietti, contrae generalmente presso le banche stesse un prestito a miti condizioni, che gli viene per lo più pagato in biglietti. A cagione di questo prestito adunque la circolazione aumenta senza che tale aumento sia stato imposto o richiesto dal movimento degli affari. Onde se nel frattempo la valuta si deprezza ciò in gran parte deriva dalle emissioni che le banche hanno compiuto per conto dello Stato. Basterebbe quindi che lo Stato saldasse alle banche il debito imponendo loro in pari tempo l'obbligo di distruggere i biglietti restituiti, perchè la circolazione riprendesse il suo corso normale, ed il disaggio venisse in gran parte eliminato. Ma se i bilanci non si chiudono in notevole avanzo, lo Stato non può evidentemente provvedere a saldo del debito, e non può per sua parte cogli avanzi di bilancio contribuire al riscatto di una parte dei biglietti esuberanti. Esso può però ugualmente affrettare tale risultato

ricorrendo ad un ingegnoso espediente. Le banche infatti, sebbene non sieno tenute a convertire i biglietti a vista, hanno l'obbligo però, nel maggior numero dei casi, di tener presso di sè una riserva metallica. Ma è questa riserva affatto infruttifera e inoperosa, e da essa le banche, eccezione fatta per quella piccola parte che vien destinata ai pagamenti internazionali, non possono finchè perduri il corso forzoso, trarre alcun beneficio.

Orbene, a rendere possibile il riscatto dei biglietti esuberanti, malgrado l'assenza di notevoli avanzi di bilancio, lo Stato non ha che a consentire alle banche di convertire temporaneamente la riserva metallica in titoli di Stato, imponendo loro ad un tempo l'obbligo di destinare gli annuali interessi di tali titoli al graduale ritiro dei biglietti inconvertibili in circolazione (1).

Ma a questo punto sorge subito la questione se i titoli di consolidato da sostituirsi alle riserve metalliche debbano essere esteri o nazionali. Però la questione, se ben si guarda, più che una questione di nazionalità è una questione di garanzia. Ciò che interessa ad una banca è di impiegare temporaneamente le proprie riserve metalliche in titoli che presentino la massima garanzia e che sieno facilmente realizzabili. Ora queste condizioni si ritrovano non già in tutti i titoli esteri in genere, ma soltanto nei titoli esteri di primissimo ordine. Quindi la questione va spostata in questi termini, se cioè si debbano preferire i titoli del consolidato nazionale, o i titoli esteri di credito indubbio. Contro l'impiego in titoli nazionali obbiettasi che uno Stato a corso forzoso e viziato da valuta deprezzata non gode gran credito, e che il suo consolidato, che generalmente trovasi sotto la pari, non avendo un mercato esteso, non sempre può essere venduto in massa senza deprezzarsi (2). Certo da questo punto di vista i consolidati dei paesi che godono un credito incrollabile hanno una indubbia superiorità. Ma essi generalmente, avendo ormai subìto parecchie conversioni ed essendo per lo più quotati sopra la pari, non forniscono che un reddito esiguo e perciò non possono servire bene all'uopo. Acquistando cotesti

---

(1) Loria, op. cit., pag. 140.

(2) Ferraris, op. cit., pag. 176.

consolidati le banche non potrebbero disporre annualmente che di somme assai limitate pel riscatto della carta-moneta, ed il riscatto durerebbe un periodo assai lungo prima di divenire definitivo. Convien dunque che la scelta cada sur un titolo, il quale concilii le due condizioni della relativa garanzia e del reddito sufficientemente elevato. E questo titolo a parer nostro non può essere che il titolo del consolidato nazionale. Anzitutto non è assolutamente necessario che si tratti di titoli realizzabili in massa quando si sia. Basta che sieno titoli non soggetti a probabili futuri deprezzamenti. Le banche infatti, finchè perdura per esse il proscioglimento dall'obbligo dei pagamenti metallici, non possono mai trovarsi nella necessità di alienare improvvisamente i titoli in cui hanno investite le loro riserve. A tale necessità trovansi al giorno d'oggi esposte le banche americane, ma solo perchè vige per esse l'obbligo della conversione dei biglietti. Quindi pur dando la preferenza ai titoli sicuri e che forniscono un reddito elevato, le banche non hanno necessità di scegliere precisamente i titoli realizzabili quando si sia. Riscattati infatti i biglietti esuberanti, e raggiunte tutte le condizioni necessarie a riprendere i pagamenti in oro, solo allora le banche dovranno ricostituire le loro riserve metalliche e per farlo potranno alienare i titoli in consolidato a piccole partite quando il momento si presenti opportuno, senza bisogno di precipitare le vendite, e di possedere quindi per poterle affrettare dei titoli realizzabili a vista. Ora sotto questo rispetto i titoli del consolidato nazionale, meritano a nostro parere la preferenza incondizionata. Esclusa infatti la necessità dell'immediata realizzazione, essi non soltanto forniscono una seria garanzia, ma forniscono altresì per le banche la probabilità di un notevole guadagno. Se infatti il credito di uno Stato a corso forzoso non è molto elevato, esso però lentamente si consolida man mano che lo Stato si prepara e si avvia alla ripresa dei pagamenti in metallo. Perciò nulla di più probabile, che nel momento in cui le banche si apprestano a vendere il consolidato per ricostituire le loro riserve e riprendere la conversione dei biglietti, il prezzo di questo si sia elevato per modo da assicurare alle banche dalla vendita un notevole guadagno.

Perciò la questione posta più sopra va risolta nel senso indicato. Non v'ha dubbio, la preferenza vuol essere data al conso-

lidato nazionale, tanto più che l'acquisto di tale consolidato da parte delle banche, giova a rialzarne il valore ed a tenere elevato in momenti difficili il credito dello Stato ancora esposto alle procelle del corso forzoso.

Ed ora passiamo ad esaminare gli effetti della conversione da parte delle banche delle riserve metalliche in titoli di consolidato nazionale. Gli effetti sono diversi, secondo che il paese in considerazione abbia la maggior parte della sua rendita all'estero o all'interno, secondo che cioè le banche per acquistarla debbano rivolgersi ai mercati stranieri o ai mercati nazionali.

Se la rendita trovasi collocata all'estero, e le banche mandano all'estero i loro ordini d'acquisto, la trasformazione delle riserve in titoli nazionali, sarà accompagnata dall'esodo della massa metallica immobilizzata fin qui nelle casse degli Istituti di emissione.

Ma a ben più complessi fenomeni dà luogo tale trasformazione se l'acquisto dei titoli di consolidato viene principalmente compiuto sui mercati nazionali. Anzitutto le banche nel ritirare i titoli dai portatori nazionali, ne pagheranno l'importo in moneta metallica, tenendo conto naturalmente dell'aggio dell'oro, se il prezzo d'acquisto fu stipulato in carta. Ma siccome l'oro non ha libera circolazione nel paese, così i portatori nazionali si affretteranno a realizzarne il valore, importando in cambio delle merci dall'estero. Per cui in ultima analisi al beneficio indubbio che le banche risentono nel convertire la loro riserva metallica in riserva fruttifera, s'aggiunge un beneficio apprezzabile per l'intera economia nazionale, ed è quello di convertire la riserva metallica, per sè sterile, e nel caso presente priva di qualsiasi utilità, in una massa di merci utili, vantaggiose ed economicamente produttive.

Giunti a questo punto dobbiamo però domandarci se queste nuove importazioni di merci, o, per meglio dire, quest'aumento delle merci da far circolare può per sè stesso contribuire a raddolcire fin dal principio il disaggio della carta-moneta. A prima vista sembrerebbe che sì, inquantochè l'aumento delle merci da far circolare, richiedendo a parità d'altre condizioni un aumento corrispondente nella massa del medio circolante, tende ad assorbire una parte della carta-moneta esuberante, ed a

seguono, producono una tale depressione dei prezzi da suscitare una forte corrente d'esportazione di merci, e da far sì quindi che in merci e non già in moneta metallica venga trasmesso l'ammontare rimanente del prestito. Ora, perchè tutto l'ammontare del prestito possa essere trasmesso in metallo dal paese in cui il sindacato risiede, conviene che le sottrazioni di metallo che il prestito a questo cagiona, sieno così limitate da non alterare in esso menomamente nè lo stato della circolazione nè lo stato dei prezzi. Se non che è evidente che se ciò è possibile finchè il prestito è di poco momento, ciò risulta assolutamente impossibile non appena il prestito raggiunga un notevole ammontare. Perciò se il prestito ammonta ad una somma assai ingente il sindacato assuntore non potrà più circoscrivere l'operazione d'incetta della moneta metallica al solo paese in cui esso risiede, ma dovrà estenderla ad altri paesi, dovrà anzi procurare di estenderla al massimo numero di paesi possibile. Così facendo, infatti, esso fraziona talmente fra i vari paesi le sottrazioni dei metalli preziosi, da renderle a ciascuno di essi quasi inavvertite, da lasciar inalterato in ciascuno di essi lo stato della circolazione e lo stato dei prezzi, da far sì insomma che ciascuno di essi invii per conto del sindacato al paese mutuatario della moneta metallica e non già delle merci. Ma come ognun vede, un tal modo di operare, necessario del resto a raggiungere lo scopo, impone anche ai paesi che effettivamente non partecipano al prestito, di contribuire essi pure all'invio dei metalli preziosi. Per cui un prestito esterno, contratto per abolire il corso forzoso, ben lungi dal promuovere una maestosa corrente metallica, che dal paese mutuante metta capo al paese mutuatario, suscita una infinità di piccoli rigagnoli che da tutti i paesi si partono per convergere e mettere foce al paese mutuatario, fino ad accumulare in esso una massa metallica corrispondente all'ammontare del prestito.

Orbene, la storia dei prestiti internazionali porge la più completa conferma alle conclusioni della deduzione astratta, e dimostra il rigore logico colla quale fu condotta.

Nel 1881, infatti, come ognuno sa, l'Italia, decisa ad abolire il corso forzoso contraeva un prestito di 644 milioni che il sindacato assuntore doveva entro un anno trasmettere al Governo in

E così indirettamente, in misura più o meno rilevante la stessa operazione della conversione delle riserve metalliche in titoli di consolidato nazionale contribuisce talvolta senz'altro a raddolcire l'aggio dell'oro. Ma non è che in seguito a conversione finita che tale operazione esplica tutta la sua influenza nel senso indicato. Imperocchè compiuta tale operazione, le banche, in virtù delle leggi che l'hanno loro consentita, dedicano gli interessi dei titoli acquistati al riscatto della carta esuberante. E per tal modo man mano che tali interessi si maturano e che vengono riscossi, le banche incassano somme corrispondenti in biglietti. Ora basta che questi biglietti siano dalle banche distrutti, o che in ogni modo non siano da esse posti ancor una volta in circolazione, perchè le riserve in titoli pubblici compiano la loro funzione. E così la circolazione si restringe man mano, ed il valore dei biglietti gradualmente si eleva fino a raggiungere il pari coll'oro. A questo punto la conversione dei biglietti a vista potrà essere ripresa, ma per farlo le banche dovranno ricostituire le riserve metalliche, e a tal uopo dovranno procedere alla vendita del consolidato nazionale. E la ricostituzione delle riserve metalliche darà luogo a fenomeni monetari inversi a quelli descritti a proposito della loro alienazione. Ma il risultato finale sarà quello di ricondurre il paese ad una circolazione normale, senza portare crisi o perturbamenti soverchi. Del che ci porge un esempio insigne la storia delle riforme monetarie del Giappone (1).

§ VII. — *Dell'abolizione del corso forzoso nei paesi in progresso.*

Ma se i paesi nei quali il disaggio della carta-moneta è profondo e l'attività economica stazionaria devono ricorrere ad uno dei sistemi sopra esaminati per poter rielevare il valore della circolazione cartacea ed abolire il corso forzoso, da tale necessità sono invece esonerati i paesi in pieno progresso.

L'esuberanza della carta-moneta infatti, causa primissima del suo deprezzamento, è affatto relativa, e commisurasi al

---

(1) Loria, *Verso la giustizia sociale*, pag. 323.

primo caso il pagamento di tali interessi, dovendo farsi ai portatori stranieri, contribuisce ad esacerbare in modo sensibile il corso dei cambi, nel secondo caso invece, dovendosi tale pagamento fare ai portatori nazionali, non esercita alcuna influenza dannosa sui cambi.

Ma accanto a queste differenze secondarie tra i due sistemi, altre ve ne hanno di capitale importanza e che si riflettono in modo decisivo su tutto il procedimento complesso dell'abolizione del corso forzoso. Mentre infatti il sistema dei prestiti esterni giova, come abbiamo visto, a ricostituire le esaurite riserve, ma non già a restringere, prima della ripresa dei pagamenti in metallo, la circolazione, il sistema dei prestiti interni porta invece a risultati affatto opposti. Esso promuove l'immediata contrazione della circolazione cartacea e solo incidentalmente e per riflesso adduce alla ricostituzione delle riserve.

Infatti i sottoscrittori del prestito interno all'atto in cui compiono i loro versamenti, fanno rientrare nelle casse dello Stato una somma in biglietti equivalente all'ammontare del prestito contratto; e per l'intero ammontare di tale somma la circolazione resta diminuita. Ora basta che lo Stato distrugga i biglietti riscattati col prestito, o che in ogni modo non torni a metterli nuovamente in circolazione, perchè senza ulteriori procedimenti esso si avvii all' abolizione del corso forzoso. Se infatti prima del prestito la carta era esuberante e subiva un disaggio e se nel fissare l'ammontare del prestito il Governo si è studiato di commisurarlo all'ammontare della circolazione esuberante, compiute tutte le operazioni inerenti al prestito, la circolazione si troverà ricondotta nei limiti della circolazione normale, ed il valore della carta andrà via via rielevandosi fino a raggiungere la pari coll'oro. Ma non perciò il cambio dei biglietti potrà subito essere ripreso. A ciò è necessaria una cospicua riserva metallica, che il sistema del prestito interno non fornisce il mezzo di accumulare. Solo una bilancia monetaria favorevole può condurre all'accumulazione di cospicue riserve, e questa bilancia favorevole, ricondotto che sia il valore della carta alla pari, non può conseguirsi che mercè un'ulteriore rarefazione del medio circolante. Ma questa ulteriore rarefazione a sua volta non può raggiungersi che mediante il riscatto di una somma di carta-moneta superiore alla quantità esuberante.

infatti così ragguardevoli durante la guerra le emissioni dei celebri *greenbacks*; ch'essi per molto tempo perdevano oltre il 60 % del loro valore (1). E le emissioni continuarono copiose e disordinate anche dopo la guerra, sotto la pressione degli inflazionisti impenitenti, che dal deprezzamento della carta-moneta traevano beneficî incalcolabili (2). Eppure malgrado questa politica monetaria dissennata che sembrava dover condurre al fallimento, il valore dei *greenbacks* gradualmente si eleva talchè nel 1879 essi sono ricondotti alla pari (3). Gli è che, cessata la guerra, fu così violento e impetuoso l'erompere del movimento degli affari agli Stati Uniti, da aumentare improvvisamente in essi e di molto il fabbisogno del medio circolante. Perciò tutta la massa inerte dei *greenbacks*, che in sul principio altro non faceva che deprimere il proprio valore, venne a poco a poco assorbita e travolta nei vortici della circolazione. E questo aumentato bisogno del medio circolante, mentre contribuiva a rialzarne progressivamente il valore, creava agli Stati Uniti una bilancia favorevole che consentiva loro di ricostituire senza fatica le disperse riserve metalliche (4). E così malgrado la politica inflazionista, malgrado gli errori monetari commessi dagli statisti americani, gli Stati Uniti poterono, mercè il vigoroso sviluppo dell'agricoltura e delle industrie, riprendere senza fatica nel 1879 i pagamenti in metallo, ed abolire dopo circa 20 anni di sciagurato dominio il corso forzoso.

Ed altrettanto è avvenuto ed avviene sebbene in condizioni alquanto diverse oggigiorno in Italia. Da circa un decennio infatti la nostra circolazione cartacea è rimasta pressochè stazionaria. Eppure malgrado ciò, mentre nel 1897 la nostra carta perdeva il 9 % del suo valore, oggi invece essa si aggira vittoriosa intorno alla pari. Gli è che appunto col 1897, s'inizia in Italia un periodo di risveglio economico, periodo nel quale

---

(1) Wells, *The recent financial, industrial and commercial experiences of the United States*, London 1872, pag. 469.

(2) Wildman, op. cit., pag. 139 e segg.

(3) Ferraris, *Saggi*, ecc., pag. 366.

(4) Levy, *Les finances des Etats-Unis*, nella *Revue des deux Mondes*, 1° agosto 1898, pag. 625.

§ 6. — *Del graduale riscatto della carta moneta.*

Assai preferibile invece, perchè scevro da tali difetti, è il sistema del graduale riscatto della carta-moneta mediante gli avanzi annuali di bilancio. La parte esuberante della moneta cartacea che col suo peso inerte deprime il valore del medio circolante, viene in tal caso eliminata, anzichè con un prestito interno od esterno, cogli avanzi annuali. Ora tale riscatto avviene quasi automaticamente, senza bisogno di pratiche lunghe e complesse. In un paese a corso forzoso infatti, le imposte, tranne forse i dazi doganali che talvolta si saldano in oro, si pagano generalmente in carta-moneta, ed in carta-moneta lo Stato paga i suoi creditori nazionali. Ora quando il bilancio si chiude con un avanzo notevole, ciò significa che lo Stato ha riscosso o deve riscuotere una somma in carta-moneta superiore alla somma che in carta-moneta ha pagato o deve pagare, che cioè alla chiusura della gestione esso detiene nelle sue casse una somma in carta-moneta equivalente all'avanzo. Ebbene basta che lo Stato distrugga questa carta-moneta rientrata spontaneamente nelle sue casse, o che in ogni modo non torni a metterla nuovamente in circolazione, perchè con tale mezzo il graduale riscatto della carta esuberante si effettui, ed il suo valore gradatamente si elevi. Ed è questo, come ognuno vede, un sistema assai semplice, il quale per la sua semplicità e per altri suoi pregi, va preferito al sistema del prestito interno od esterno. Anzitutto, il succedersi di numerosi e prosperi bilanci, condizione indispensabile questa alla definitiva abolizione del corso forzoso, è per sè sintomo indubbio del definitivo assetto delle pubbliche finanze ed indice rassicurante che pel momento almeno lo Stato non avrà più bisogno di ricorrere a nuove emissioni di carta-moneta. Ora le nuove emissioni rappresentano, l'abbiamo visto, un continuo pericolo pei paesi che aboliscono il corso forzoso. E perciò l'abolizione del corso forzoso compiuta col sistema del graduale riscatto, non potendo iniziarsi che quando il bilancio sia ormai in assetto definitivo, quando cioè sia ormai scomparso il pericolo di nuove emissioni, presenta le più serie garanzie di successo e di stabilità.

Ma v'ha di più! Imperocchè con tale sistema lo Stato estingue gradualmente i suoi debiti rappresentati dalla carta in circolazione, senza crearne di nuovi, cioè senza convertirli in debito consolidato. Per cui col riscatto graduale lo Stato, a differenza che coi prestiti, riesce a porre in assetto la circolazione, migliorando le sue condizioni patrimoniali e senza aggravare di nuovi oneri il bilancio ormai fiorente e incrollabile. Infine, con tale sistema, il riscatto della carta esuberante, compiendosi gradualmente a varie riprese man mano che i bilanci si chiudono con notevoli avanzi, resta evitato il pericolo di un copioso improvviso ritiro di carta-moneta, e di un improvviso crollo dei prezzi, pericolo che abbiamo visto inevitabile nel caso del riscatto col mezzo di un prestito interno.

Ma ancora non basta! Imperocchè tale sistema man mano che provvede al graduale rialzo del valore della carta-moneta, contribuisce in pari tempo a promuovere l'accumulazione delle riserve necessarie a riprendere i pagamenti in metallo. Di mano in mano che la carta-moneta esuberante viene ritirata, i prezzi espressi in carta diminuiscono, mentre frattanto l'aggio rimane immutato. Il che creando una bilancia commerciale favorevole deprime il corso dei cambi fino al punto d'ingresso dell'oro. A questo punto una corrente di moneta metallica entra in paese a rafforzare le riserve delle banche o del pubblico tesoro. Ma quest'afflusso dei metalli preziosi, aumentandone l'offerta, deprime l'aggio, cioè eleva il valore della carta-moneta, e questa depressione dell'aggio, spostando il pari dei cambi, allontana questi dal punto metallico e con ciò sospende l'ingresso dell'oro. Ma l'ingresso dell'oro non tarda a ricominciare copioso non appena una nuova massa di biglietti venga ritirata dalla circolazione; salvo ancora una volta sospendersi ed ancor una volta riprendere più copioso che mai. Perciò man mano che la carta esuberante vien riscattata e che il suo valore gradualmente si eleva, i metalli preziosi penetrano a ondate intermittenti nel paese a corso forzoso, e deponendo in esso i detriti che portano seco, vi accumulano una riserva sufficiente a riprendere i pagamenti in metallo. Tale accumulazione si compie però in ogni caso in un lungo periodo di tempo, e ad essa partecipano numerosi paesi, partecipano cioè tutti i paesi coi quali il paese a corso

Se non che perchè un prodotto possa trasferirsi da un paese all'altro, condizione questa indispensabile all'inverso trasferimento dei metalli preziosi, conviene che la differenza di prezzo nei due paesi sia tale da superare le spese di trasporto. Quindi la propagazione dei metalli preziosi dal paese che ne accentra il commercio a tutti gli altri più che dalla trasferibilità degli stessi metalli preziosi dipende dalla trasferibilità dei prodotti.

Ora finchè i mezzi di trasporto sono imperfetti e scarsa è, per le alte spese di trasporto, la trasferibilità dei prodotti, una forte corrente di traffico non può svilupparsi che a condizione che fra due paesi esista un notevole dislivello dei prezzi. Se non che un notevole dislivello dei prezzi non può esistere fra due paesi che a condizione che in uno di essi vi sia una massa di medio circolante molto superiore ai bisogni. Conviene quindi che nel paese che funge da centro di distribuzione dei metalli preziosi, una cospicua massa di questi si accumuli, prima che i prezzi si elevino in modo da promuovere l'uscita dell'oro e dell'argento. E perciò frattanto i metalli preziosi possono copiosi per molto tempo riversarsi in cotesto paese senza che per questo si determini il loro efflusso verso i paesi vicini. Queste difficoltà che essi incontrano nel muovere dalla prima alla seconda categoria di paesi, essi incontrano del pari nel migrare successivamente a tutti gli altri paesi. E per tutto ciò, come ognuno comprende, le correnti monetarie si propagano con estrema lentezza. Ma v'ha di più! Imperocchè, dato lo stato primordiale dei trasporti, le correnti del traffico, dalle quali dipende in ultima analisi la diffusione dei metalli preziosi, anzichè muovere dirette fra distanti mercati, procedono a piccole tappe, sostando nei vari mercati intermedi. Ogni ondata di metalli preziosi che giunge in un mercato, richiama dal mercato immediatamente vicino una corrente di merci, la quale richiama a sua volta a questo mercato un corrispondente ammontare di metalli preziosi. Ma il sopraggiungere dei metalli in questo secondo mercato provoca in esso al pari che nel primo il rialzo dei prezzi; e questo al pari che nel primo suscita l'importazione di prodotti da un terzo mercato, da un mercato immediatamente vicino, al quale i metalli preziosi esuberanti non tardano ad affluire. E così di mercato in mercato i metalli preziosi continuano il loro cammino, di mercato in mercato

essi si propagano a tutto il territorio di un intero paese, si propagano di mercato in mercato, da questo ai paesi vicini, e da questi finalmente si propagano a tutti i paesi del mondo. Ma in forza di questo movimento a piccole tappe la loro diffusione è, come ognun vede, assai lenta. Onde dato lo stato primordiale dei trasporti le correnti metalliche procedono con passo lento e stentato.

Dopo di ciò non è a meravigliarsi se nei secoli andati le correnti monetarie procedessero con estrema lentezza. Le onde d'oro e d'argento si propagano dalla Spagna alla Francia e dalla Francia all'Inghilterra e dovunque passano provocano il rialzo dei prezzi. Ma il loro corso è sì tardo che più di un secolo intero esse impiegano a percorrere l'indicato cammino. Le prime onde d'oro e d'argento penetrano in Ispagna verso il 1500 e solo verso il 1530 giungono al confine francese. Valicati i Pirenei esse procedono oltre, ma impiegano più di trent'anni a diffondersi in Francia. Non è che verso il 1570 ch'esse, giunte all'estremo limite della Brettagna, attraversino ardite la Manica, e penetrino finalmente nell'insulare Inghilterra. Ma anche qui la loro propagazione procede con tanta lentezza che solo verso il 1640 può dirsi completa. E solo verso il 1640 in Inghilterra può dirsi completa quella rivoluzione dei prezzi che in Ispagna s'era iniziata oltre un secolo prima (1).

Ma diversamente volgono le cose non appena i mezzi di trasporto si perfezionino e col loro perfezionarsi la trasferibilità dei prodotti e dei metalli preziosi aumenti. Col perfezionarsi dei mezzi di trasporti anzitutto si stabiliscono fra i grandi mercati diretti rapporti di scambio, i quali eliminando a poco a poco i vari mercati intermedî per cui le merci una volta passavano ed in cui erano costrette a sostare, proscioglie le correnti monetarie dalla necessità di procedere come nei secoli andati a piccole tappe, e consente loro di scorrere ratte e sollecite dall'una all'altra parte del globo. Oltre a ciò, il perfezionamento dei mezzi di trasporto, aumentando la mobilità dei prodotti, fa sì che questi possano trasferirsi da un paese all'altro, anche esistente una menoma differenza di

(1) MESSEDAGLIA, *La moneta e il sistema monetario in generale*, Parte II, Firenze 1883, pag. 78-9.

prezzo. In forza di che, non appena sopraggiunga in una nuova onda di metalli preziosi e i prezzi liev innalzino, subito si inizia una copiosa importazione e subito per contrapposto si svolge il deflusso c esuberanti verso gli altri paesi. E così in moltepli perfezionamento dei mezzi di trasporto contribuisc citare il corso delle correnti monetarie, ad affretta pagazione dei metalli preziosi, a provocare l'immec lamento dei prezzi in ogni parte del globo.

Questa azione livellatrice dei prezzi, già per sè dal perfezionamento dei mezzi di trasporto, viene poi d'oggi resa ancor più intensa e più pronta dall'azione Istituti bancari. Mercè l'intervento dei grandi Istitut infatti, i metalli preziosi vengono nella circolazio tuiti da titoli di credito. Ma i titoli di credito eserc prezzi un'azione identica a quella della moneta che rappresentano; e data l'indole loro di titoli fa trasferibili, emessi da Istituti che posseggono succu verse, essi si diffondono rapidamente in ogni angolo ritorio nazionale, e rapidamente in ogni angolo di la loro azione sui prezzi. Per cui, dato l'odierno sistema dito, basta che i metalli preziosi giungano alla ca un paese, perchè tosto, senza ch' essi materialmente vano, dalla capitale si propaghino ad ogni regione le ondate di medio circolante, e dalla capitale si p immediatamente ad ogni regione il rialzo dei prezzi... come ognun vede, rende nei limiti del territorio d'ogni l'azione delle correnti monetarie sui prezzi, più pront intensa, più immediata che se i metalli preziosi vi pa passero effettivamente.

Ma v'ha di più! Imperocchè la circolazione fiduciaria stituendosi alla circolazione metallica, consente agli Ist bancari di estendere la circolazione e di influire direttam sui prezzi prima ancora che un nuovo carico d'oro sia già tivamente giunto a rafforzare le loro riserve (1).

---

(1) La lentezza con cui i metalli preziosi muovevano nei secoli da un paese all'altro, getta uno sprazzo di luce su alcuni fatti e fen assai interessanti. Nel secolo XIV nella massima parte dei paesi

Così la Banca di Francia, tosto che riceva notizia telegrafica da Nuova York che un carico d'oro fu quivi imbarcato per l'Havre, s'affretta a largheggiare nel credito, ad utilizzare i fondi che non sono ancora partiti. Ed altrettanto fa al giorno d'oggi la stessa Banca Germanica (1).

Cosicchè l'oro non è ancora uscito dal massimo porto americano, che già a Parigi ed a Berlino se ne realizza il valore,

---

le vecchie comunità primitive cominciavano a trasformarsi in una forma economica più evoluta. Se non che ad infrangere l'unita compagine delle comunità primitive, a frazionarle e scomporle in mille economie individuali, a creare un mondo economico basato essenzialmente sulla divisione del lavoro, era necessario uno scambio attivo ed intenso, che solo il passaggio dall'economia naturale all'economia monetaria, poteva promuovere. Ma lo sviluppo dell'economia monetaria esigeva un'accumulazione cospicua di metalli preziosi. Cosicchè l'acquisto di uno *stock* monetario ingente era per ogni paese la condizione imprescindibile di qualsiasi progresso economico. Se non che, data la scarsa trasferibilità dei prodotti, conseguenza dello stato primordiale dei trasporti, i vari paesi non potevano procurarsi prontamente un ampio *stock* monetario per quanto intenso ne fosse il bisogno. E per la stessa ragione un paese, che già fosse riuscito ad adunare una massa cospicua di metalli preziosi, difficilmente avrebbe potuto farli rientrare prontamente, qualora questi per una causa qualsiasi ne fossero usciti. Mancava insomma alla circolazione dei metalli preziosi quella fluidità, quell'automatismo quasi meccanico che ne formano oggi la caratteristica saliente e che fanno sì ch'essi oggi si distribuiscano e redistribuiscano permanentemente fra i vari paesi in relazione ai loro bisogni.

Ora era naturale che, date queste condizioni, tutti i paesi che non si trovavano in diretti rapporti coi paesi a miniere, e che attardatisi nelle forme primitive dell'economia naturale, stavano trasformandosi a più evoluti sistemi economici, era naturale dico, che cotesti paesi, procurassero di richiamare a sè con mezzi artificiali le dormienti correnti metalliche, che altrimenti spontaneamente avrebbero tardato a venire. Ed ecco infatti, quasi tutti i paesi, promuovere artificialmente, nei secoli andati, le importazioni dei metalli preziosi; ecco tutti i paesi, sorvegliarne gelosamente i movimenti alla frontiera, onde impedirne la fuga; ecco insomma tutti i paesi disciplinare, con un'infinità di ferree disposizioni le correnti metalliche, attrarle a sè, sollecitarne il corso lento e stentato. Ed ecco così spiegato l'enigma della politica mercantilista. Ma non indugiamo oltre su cotesto interessante argomento che ci trarrebbe troppo lontani, e che del resto sarà da noi svolto ampiamente in un altro nostro lavoro intitolato: *Il meccanismo degli scambi e la sua evoluzione*. Qui solo a noi bastava accennare incidentalmente così di sfuggita a queste importanti considerazioni che schiudono, come ognun vede, un nuovo campo di indagini.

(1) FAVRE, op. cit., pag. 132.

che già a Parigi e a Berlino s'ingrossano i fiotti della circolazione fiduciaria, che già nella Francia intera e nell'intera Germania il livello generale dei prezzi si eleva, come se la nuova marea d'oro fosse ormai giunta all'opposta sponda dell'Atlantico, e fosse ormai penetrata in ogni più piccola ramificazione delle arterie della circolazione di cotesti paesi.

Ormai, dunque, sono passati i tempi in cui l'oro e l'argento impiegavano un secolo intero a diffondersi dalla Spagna alla Francia, e dalla Francia all'Inghilterra, in cui tra i vari paesi le correnti monetarie movevano lente e stentate. Oggidì, mercè il perfezionamento dei mezzi di trasporto i metalli preziosi si propagano in ogni direzione ad ondate copiose e veementi, scorrono ovunque con una fluidità meravigliosa, si distribuiscono e redistribuiscono perennemente fra i vari paesi, e secondati dall'azione poderosa degli odierni sistemi bancari, provocano ovunque con una rapidità quasi fulminea, quelle rivoluzioni dei prezzi, che altra volta impiegavano qualche secolo a realizzarsi.

Delle due grandi categorie di correnti monetarie, che scorrono con moto perenne attraverso il mondo, la categoria che comprende le correnti che muovono dai paesi a miniere e che mettono foce ai paesi che con questi si trovano in diretti rapporti di scambio, è senza dubbio delle due la più importante. È la più importante, in primo luogo perchè essa è generalmente costituita di correnti assai copiose e imponenti, ed in secondo luogo perchè i paesi a cui queste correnti mettono foce, assurgono a mercato centrale dei metalli preziosi, e nell'economia mondiale esercitano una funzione importantissima: quella di raccogliere l'oro e l'argento dai paesi che ne sono produttori, per distribuirli a tutti gli altri. Questa funzione però che nell'odierna economia monetaria è di capitale importanza, non può essere esercitata da qualsiasi paese.

I metalli preziosi rappresentano pei paesi che ne sono produttori una merce qualsiasi, un articolo qualunque d'esportazione, che a norma della legge dei costi comparati, esportano in cambio dei prodotti stranieri. Ora perchè un paese possa importare direttamente dai paesi a miniere una gran massa di metalli preziosi, conviene che possa esportare ad essi una gran quantità di prodotti, conviene cioè che si trovi

con essi in continui, diretti, ed intensi rapporti di scambio. Se non che i paesi a miniere costituiscono altrettanti mercati neutrali, nei quali, sotto l'aculeo della concorrenza internazionale, riescono, come sappiamo, ad imporsi soltanto i prodotti dei paesi che presentano il massimo divario nei costi comparati (1). Solo i paesi dotati del massimo divario dei costi comparati possono adunque avere continui, diretti, intensi rapporti commerciali coi paesi a miniere, e solo cotesti paesi possono quindi importare direttamente da questi masse enormi d'oro e d'argento e diventare i centri raccoglitori e distributori dei metalli preziosi.

Ma i paesi dotati del massimo divario nei costi comparati sono, come abbiamo dimostrato in un altro nostro lavoro, i paesi densamente popolati, che per queste particolari loro condizioni demografiche, hanno il primato nelle industrie, nei commerci, nella navigazione, e che data la struttura odierna dell'economia mondiale, costituiscono il centro economico del mondo (2). Per cui, mirabile armonia delle leggi economiche! i paesi che sono il centro economico del mondo, il centro a cui gravita tutta l'attività mondiale, a cui convergono tutte le correnti commerciali del mondo, diventano ad un tempo il centro raccoglitore e distributore dei metalli preziosi.

Se non che questa funzione economica importantissima, se può talvolta costituire per un paese la fonte di nuova ricchezza, non ne è però la causa necessaria e diretta. Anzi, la supremazia nel commercio dei metalli preziosi, ben lungi dall'essere la causa della supremazia economica, ne è l'effetto remoto e indiretto, e malgrado in via normale s'accompagni a questa, non ne è neppure sempre l'indice indubbio e sicuro.

Invero le correnti monetarie, per quanto seguano generalmente il corso che viene loro assegnato dalle mutevoli condizioni economiche, possono talvolta da cause extra-economiche essere deviate dal loro corso naturale, ed essere fatte coattivamente convergere ad un paese che per nulla possiede la supremazia economica. Orbene, ogni qualvolta un caso di tal

(1) PANTALEONI, op. cit., pag. 215.

(2) FANNO, *L'espansione commerciale e coloniale*, ecc., pag. 482 e segg.

genere si avveri, la supremazia nel commercio dei metalli preziosi, per tal modo coercitivamente conseguita, ben lungi dal costituire un indice e tanto meno una causa di potenza economica, diviene invece la causa immediata di miseria e rovina.

Infatti, un paese che per cause economiche o per altre cagioni sia riuscito ad accentrare a sè le grandi correnti monetarie mondiali, assurge, come abbiamo visto, alla funzione di paese distributore dei metalli preziosi. Ma i metalli preziosi che ad esso affluiscono dai paesi a miniere, vi elevano in modo notevole il livello generale dei prezzi. Anzi, è questo alto livello dei prezzi, che, come abbiamo visto, promuove l'efflusso successivo dei metalli verso tutti gli altri paesi del mondo. Però nei paesi nei quali la supremazia monetaria, altro non è che l'effetto della supremazia commerciale e industriale, l'alto livello dei prezzi s'accompagna ad un cospicuo divario nei costi comparati. E questo cospicuo divario fa sì che accanto a prezzi elevati per tutti indistintamente i prodotti, dominino in cotesto paese prezzi relativamente depressi per le merci che sono esportabili e che formano la base del commercio d'esportazione (1). Anzi sono i bassi prezzi di cotesti prodotti, conseguenza diretta del cospicuo divario dei costi comparati, che consentono al paese in considerazione, di esportare una gran copia di prodotti nazionali nei paesi a miniere e di importare da questi in ricambio i metalli preziosi. Cosicchè in tal caso le cospicue importazioni di metalli preziosi, altro non essendo che il riflesso di precedenti cospicue esportazioni di merci, s'accompagnano immancabilmente ad un'intensa attività industriale. E le grandi correnti monetarie, che al paese in considerazione mettono foce, pur elevando in esso il livello generale dei prezzi, seminano un germe fecondo di opulenza e di prosperità.

Ora nulla di tutto ciò avviene all'invece nel caso in cui un paese assurga ai fastigi di centro delle correnti monetarie, indipendentemente dalla supremazia commerciale. Imperocchè in tal caso viene a mancare a cotesto paese quel cospicuo

---

(1) NASSE, op. cit., pag. 399.

divario nei costi comparati, che è, come sappiamo, condizione essenziale di tale supremazia; e viene quindi a mancare tra cotesto paese e i paesi a miniere quel reciproco invio di merci e di metalli che fa affluire quest'ultimi spontaneamente al paese in considerazione. Se non che i metalli preziosi, che forzatamente affluiscono in un paese privo di cospicui divari nei costi comparati, vi elevano al loro giungere i prezzi di tutti indistintamente i prodotti nessuno eccettuato. Ora un alto livello generale dei prezzi, che non sia accompagnato da un cospicuo divario nei costi comparati, annienta, come sappiamo, le esportazioni di tutti i prodotti nazionali, e suscita per converso un'attiva importazione di prodotti stranieri. Per cui i metalli preziosi, non appena giunti nel paese in considerazione, vengono tosto da esso esportati in cambio di prodotti esteri, e questi prodotti esteri vengono alla loro volta pure in gran parte esportati in pagamento dell'oro e dell'argento importato dai paesi a miniere. Se non che questi prodotti stranieri nell'attraversare il territorio nazionale muovono concorrenza accanita alle produzioni paesane. E tale concorrenza, in mancanza di un cospicuo divario nei costi comparati, colpisce con pari violenza tutti i rami di produzione. Due correnti opposte adunque di metalli preziosi e di merci attraversano il paese in considerazione, senza però in esso sostare: la prima si parte dai paesi a miniere e mette capo a tutti gli altri paesi; la seconda, risalendo il corso della prima, va a mettere foce nei paesi a miniere. Al loro passaggio coteste correnti depositano un copioso detrito di metalli e di merci, che restano a disposizione del paese che attraversano, come rimunerazione del servigio ch'esso rende quale distributore mondiale dei metalli preziosi. Ma nell'impeto della loro fiumana quelle correnti abbattono e devastano ogni cosa incontrino nel loro cammino. L'alluvione di prodotti stranieri annichilisce le produzioni nazionali, e là dove regnava l'opulenza, sostituisce la devastazione, la morte. E così ogni attività s'addormenta, ogni energia si paralizza, ogni intraprendenza rimane annientata. Ed il paese divenuto coattivamente il distributore mondiale dei metalli preziosi, precipita ben tosto nell'abisso della più profonda miseria.

Di questi importanti riflessi ci porge una luminosa riprova

la storia della Spagna dalla scoperta dell'America in poi Infatti, la Spagna, malgrado nella pubblica economia non si segnali per eccezionale potenza, diviene per vicenda di cose nel secolo XVI l'inesorata metropoli di un grande impero coloniale. E mercè il sistema coloniale restrittivo, che alle colonie impone di riservare esclusivamente per la metropoli i prodotti coloniali, la Spagna riuscì a richiamare a sè una gran copia di metalli preziosi, di cui le colonie americane erano produttrici ed esportatrici (1). Ora è in virtù di questi fattori extra-economici che la Spagna riuscì ad accentrare a sè le grandi correnti monetarie mondiali, e ad assurgere, malgrado le condizioni economiche non lo avessero consentito, a centro distributore dei metalli preziosi (2). È infatti pel tramite della Spagna che per oltre un secolo le produzioni minerarie d'America si distribuirono al mondo intero, è pel tramite della Spagna che i vari paesi sono andati ricostituendo il loro *stock* monetario, è pel tramite della Spagna che si è compiuta la più grande rivoluzione monetaria che la storia ricordi (3). Se non che questa profusione di oro e d'argento da cui la Spagna si trovò improvvisamente inondata, non poteva che nuocere alle sue industrie, appunto perchè non imposta nè promossa da alcun fattore economico (4). Tutti infatti i più svariati rami di produzione ne restarono scossi e annientati. La prosperità della Spagna cominciò a flettersi sotto il peso intollerabile di prezzi eccessivi (5). E così per effetto della decadenza economica, fonte e causa di decadenza politica, tramontava per sempre il fulgido sole dell'Impero spagnuolo; di quell'Impero gigantesco ed immane, sul quale, per affermazione del suo duce maggiore, il sole non avrebbe dovuto mai tramontare (6).

---

(1) NOEL, *Histoire du Commerce du monde*, Paris 1891, Tomo II, pag. 132 e seguenti.

(2) LORIA, op. cit., pag. 37.

(3) NASSE, op. cit., pag. 387.

(4) SMITH, *Ricchezza delle Nazioni*, nella *Bibl. dell'Econ.*, Serie I, Vol. II, pagina 170.

(5) SMITH, op. cit., pag. 287.

(6) BUCKLE, *Histoire de la civilisation en Angleterre*, Paris 1881, Vol. IV, pag. 47 e 84.

Ma se si eccettuano questo ed altri pochi casi secondari, nei quali, in via eccezionale, le correnti monetarie, in opposizione alle leggi che governano l'economia mondiale, vengono ad accentrarsi in paesi che non sono dotati del primato economico, casi nei quali del resto le stesse leggi economiche conculcate e represse da un lato si ritorcono e si vendicano dall'altro contro gli audaci loro infrattori, sta il fatto che in via normale i paesi che assurgono a centro distributore dei metalli preziosi, sono ad un tempo i paesi che ormai hanno toccate le vette eccelse ed ambite della ricchezza e del potere.

Ora questa posizione eminente che un paese acquista, di centro raccoglitore e distributore dei metalli preziosi, conferisce un carattere tutto proprio alle correnti monetarie che lo attraversano. Tutti i metalli preziosi anzitutto che dai paesi a miniere si distribuiscono e redistribuiscono fra i vari paesi del mondo, passano attraverso il paese dotato del massimo divario dei costi comparati, il quale se non altro per ciò solo trovasi esposto a cospicui e copiosi invii e sottrazioni di metalli preziosi.

Ma v'ha di più! Imperocchè cotesto paese vanta, come abbiamo visto, tra i suoi primati, quello dello sviluppo commerciale; e tale suo primato fa sì che ogni menoma alterazione dell'attività commerciale basti a turbare profondamente la sua bilancia monetaria ed a suscitare in esso forti importazioni od esportazioni di moneta metallica. Ed ecco qui una nuova occasione di copiosi flussi e riflussi d'oro e d'argento. Ma ancora non basta! Imperocchè il paese che presenta il massimo sviluppo commerciale e industriale possiede un'alta potenza produttiva, la quale gli consente di far larghe accumulazioni e di rifornire generosamente di capitali tutti i paesi del mondo. Ora, noi lo sappiamo, i capitali si trasmettono in parte in merci, e in parte in moneta. Onde i paesi che attingono nel paese in considerazione una cospicua massa di capitali, attingono altresì in esso una somma ragguardevole di moneta metallica. E perciò il paese capitalistico per eccellenza, divenuto il centro mondiale di distribuzione dei capitali, diviene altresì il centro di distribuzione del capitale monetario, che è la forma apparente e temporanea di trasmissione dei capitali. Ma appunto perciò esso trovasi

esposto anche per questa ragione a continui flussi e riflussi dei metalli preziosi, secondo che i paesi stranieri attingano ad esso copiosi capitali, o ad esso restituiscano i capitali altra fiata mutuati.

Non soltanto adunque pel suo carattere manifesto di organo raccoglitore e distributore dei metalli preziosi, ma altresì per tutto l'insieme delle sue condizioni economiche che lo pongono al vertice dell'attività economica mondiale, il paese che presenta il massimo divario nei costi comparati, possiede una bilancia monetaria eminentemente mutevole e instabile, che lo espone a facili, copiose, improvvise sottrazioni di metalli preziosi. Ora queste sottrazioni, per quanto possano essere copiose, sono entro certi limiti affatto indipendenti dalla massa monetaria che il paese in considerazione tiene in via normale presso di sè quale riserva. Questa riserva infatti, che in qualche modo costituisce un bacino stagnante, viene, man mano che il suo livello si abbassa, alimentata dalle grandi correnti metalliche che ad esso mettono foce. Per cui la potenzialità di cotesto paese quale distributore dei metalli preziosi, ben più che dall'ammontare delle proprie riserve dipende dalla sua capacità di attrarre nuove e nutrite correnti metalliche, non appena le riserve accennino ad esaurirsi.

Ora tale capacità è invero assai ragguardevole presso il paese dotato del massimo divario nei costi comparati, è assai ragguardevole in primo luogo perchè cotesto paese trovasi in diretti rapporti coi paesi a miniere, ed in secondo luogo perchè, dato l'enorme sviluppo dei suoi commerci e l'alta sua potenza capitalistica, basta ch'esso col rialzo del saggio dello sconto deprezzi lievemente i prodotti e l'enorme massa di titoli che possiede, perch'esso riesca immediatamente a ricostituire le intaccate riserve; e ciò mettendo a contributo non soltanto la produzione metallica dei paesi a miniere, ma altresì le riserve di tutti i paesi del mondo intero. Dopo di ciò, non è a meravigliarsi, se, come è appunto al giorno d'oggi il caso dell'Inghilterra, il paese che è divenuto il generoso distributore dei metalli preziosi, possa eventualmente disporre di riserve metalliche meno ragguardevoli degli stessi paesi che da quello dipendono pel rifornimento del loro *stock* monetario.

È dunque l'insieme delle complesse condizioni economiche e non già la massa delle riserve metalliche, che eleva un paese alla posizione eminente di mercato centrale dei metalli preziosi. La massa delle riserve metalliche altra influenza non ha che di rendere più o meno mutevole l'andamento di tale mercato. Infatti se le riserve sono in condizioni normali assai esigue, il paese che ne è scarsamente dotato, deve ad ogni menoma sottrazione di metallo dall'estero, rialzare il saggio dello sconto, onde ricostituire immediatamente le intaccate masse metalliche. Ora tali sottrazioni sono, come sappiamo, assai frequenti e cospicue nel paese che sta al vertice dello sviluppo economico. E perciò cotesto paese per difendere le già scarse riserve, deve di continuo ora elevare, ora raddolcire il saggio dello sconto, spesse volte con violenza, con sbalzi improvvisi. Che se invece le riserve sono cospicue, meno avvertite risultano le frequenti loro sottrazioni, ed il paese che a queste trovasi esposto, può tranquillamente segnalarle senza dovere immediatamente elevare lo sconto. Di qui il carattere pacifico e calmo del mercato monetario francese che, dotato di una riserva metallica rilevante, si culla serenamente sur un saggio dello sconto quasi immutabile. Di qui per contrapposto il nervosismo, l'andamento sussultorio, il carattere tumultuario del mercato monetario inglese, continuamente turbato da oscillazioni violente del saggio dello sconto, rivolte a difendere l'esigua riserva metallica dagli avidi assalitori che da ogni parte del mondo si fanno innanzi per intaccarla.

Ma ad ogni modo però, qualunque sia la massa monetaria che un paese tiene giacente a propria disposizione, sta il fatto che in via generale il paese che è assurto ai massimi fastigi della potenza economica, diviene altresì il centro raccoglitore e distributore dei metalli preziosi, il centro monetario del mondo. Ogni paese, nell'orbita dell'attività monetaria, costituisce un mercato monetario a sè, un mercato sotto molti rispetti autonomo e indipendente, un mercato il quale vive in gran parte di vita propria, ed il quale riflettel e condizioni dell'ambiente locale. Ma tutti questi vari mercati nazionali, pur serbando la loro autonomia, si collegano intimamente fra loro, si comunicano i rispettivi turbamenti, e tutti poi

si coordinano attorno ad un grande mercato centrale, ch'è il mercato del paese assurto all'apogeo della ricchezza e del potere. Per cui il mercato monetario mondiale che altro non è che l'insieme dei vari mercati nazionali, costituisce un tutto organico ed ha per centro di gravitazione il mercato di cotesto paese. A cotesto paese convergono le grandi correnti metalliche, e da cotesto paese le correnti metalliche s'irradiano in ogni direzione. Coteste correnti costituiscono insieme riunite un sistema che in sè aduna le massime arterie della circolazione mondiale. E di tale sistema il paese assurto ai maggiori fastigi della potenza economica diviene il cuore centrale; un vero cuore che pulsa con ritmo vibrato e che colle variazioni del saggio dello sconto comunica le sue pulsazioni alle più lontane regioni. Il rialzo dello sconto richiama dalle più lontane regioni al mercato centrale i metalli preziosi che si trovano dispersi nel mondo. Il ribasso dello sconto li risospinge con veemenza nelle arterie della circolazione. E così nel continuo alternarsi dei rialzi e ribassi dello sconto i metalli preziosi fluiscono e rifluiscono senza posa dal cuore alla periferia. E così le oscillazioni del saggio dello sconto nel massimo centro monetario, diventano, per rispetto al complesso sistema di correnti metalliche che attorno a questo si aduna, il motore segreto di tutta la circolazione monetaria mondiale.

Se non che questa posizione eminente di centro economico e monetario del mondo, che un paese ad un dato momento riesce ad acquistare, non è per sua natura perenne e irrevocabile. Infatti ciò che pone un paese al vertice della potenza economica è, come abbiamo visto, il cospicuo divario nei costi comparati, di cui esso è dotato. Ora cotesto divario, ben lungi dall'essere immutabile, trovasi esposto a mutamenti continui. Esso dipende esclusivamente dalle condizioni demografico-territoriali del momento, che, come si sa, mutano senza posa di fronte al continuo movimento della popolazione del globo. Perciò man mano che la popolazione si propaga nei vari paesi, e che col mutare delle condizioni demografico-territoriali di ciascuno di questi, mutano i rispettivi costi comparati, variano senza posa i paesi che successivamente presentano il massimo divario nei costi

comparati, e senza posa variano di conseguenza i paesi che successivamente diventano il centro economico del mondo. E così in omaggio ad una legge che abbiamo svolto ampiamente in un altro nostro lavoro, ad una grande legge storica che fra i suoi argini poderosi incanala e guida le correnti principali della storia universale e che in sè racchiude il segreto dell'alterna grandezza e decadenza delle nazioni, il centro economico del mondo perennemente si sposta (1).

Ora, se è vero che in condizioni normali il centro monetario tende a sovrapporsi e coincidere col centro economico, ne segue che man mano che questo si sposta, anche quello deve di pari passo spostarsi e migrare. E così avviene. Di fronte al continuo movimento della popolazione del globo, il paese che fin qui possedeva il massimo divario nei costi comparati, trovasi infatti presto o tardi debellato da un altro paese, che col tempo è andato acquistando un divario ancora maggiore. Questo paese a poco a poco riesce ad emergere su tutti gli altri, riesce ad attirare a sè le grandi correnti commerciali, riesce insomma a diventare il centro economico del mondo. E così il centro economico si sposta dal primo al secondo paese.

Se non che il cospicuo divario che consente a questo nuovo paese di assurgere alle vette eccelse della ricchezza e del potere, gli consente altresì di iniziare cospicui rapporti commerciali coi paesi a miniere, e di importare quindi direttamente da questi i metalli preziosi che prima importava pel tramite dell'altro paese. Per tal modo man mano che il centro economico si sposta, le grandi correnti metalliche si piegano verso il paese assurto a supremo potere, e attratte dal fascino del nuovo sole nascente, si distaccano a poco a poco dal paese in cui prima mettevano foce. Così insensibilmente si sfascia il complesso sistema di correnti monetarie che attorno a cotesto paese s'era formato; e tale suo sfacelo determina la migrazione del centro monetario da questo all'altro paese. Il quale frattanto, in virtù della sua ascendente

---

(1) Fanno, *L'espansione commerciale e coloniale*, ecc., pag. 475 e segg.

potenza economica, riesce a poco a poco ad attrarre tutte le correnti metalliche che convergevano nel primo, riesce cioè a costituire attorno a sè un nuovo sistema di correnti metalliche, coi frammenti di quello che si è testè disgregato. E così man mano che il centro economico si sposta e che con questo si sposta il centro monetario del mondo, il sistema delle correnti metalliche che attorno a questo si aduna, alternativamente si sfascia e si ricostituisce. Si sfascia attorno al paese da cui il centro monetario è esulato per ricostituirsi attorno al paese in cui il centro montario è migrato. E così le correnti monetarie travolte in questo moto perenne, si spiegano, si flettono senza posa, si orientano verso nuove regioni, costrette da una forza irresistibile a cercare il loro punto d'intersecazione, di raccordo, d'equilibrio nei vari paesi che successivamente per avvicendarsi di cose si seguono al potere. E poichè il centro della ricchezza è migrato negli ultimi secoli da sud verso nord, così da sud verso nord doveva negli ultimi secoli migrare il centro monetario del mondo con tutta la solenne coorte di correnti metalliche che da esso s'irradiano e che ad esso mettono foce.

Ed ecco qui da quest'esame sintetico della circolazione dei metalli preziosi ecco emergere tutto il complicato processo che s'accompagna alla migrazione della ricchezza e del potere; ecco qui apparire nel suo insieme tutto il complesso sistema di correnti metalliche che col loro magico fluido ravvivano la circolazione mondiale; ecco qui risplendere di vivida luce la grande legge della migrazione del centro di distribuzione dei metalli preziosi da sud verso nord. Legge fulgida e comprensiva cotesta, che in sè riassume e compendia tutta la secolare dinamica delle correnti monetarie mondiali; legge grandiosa e per sè suggestiva, che la logica deduttrice addita come ineluttabile, e che la storia coi suoi insegnamenti preziosi, suffraga in ogni sua conclusione.

Nei secoli XIV e XV infatti, quando l'Italia, uscita dalla notte oscura dell'alto medio-evo, risplendeva nel mondo per civiltà e per progresso, e l'attività prodigiosa dei suoi industri Comuni, e delle sue intraprendenti Repubbliche marinare la sospingeva alle eccelse vette della ricchezza e del potere, le correnti monetarie allora esistenti mettevano capo

nella nostra penisola, e da questa i metalli preziosi si distribuivano ad ogni paese del mondo (1).

Ma ben presto sorge la Spagna a contendere all'Italia questa sua importante funzione, e mentre la patria nostra già dava segno di stanchezza e di decadenza, la penisola iberica, divenuta padrona di un vasto impero coloniale, assurgeva nel secolo XVI a centro di gravitazione delle correnti monetarie mondiali. Quali sieno stati gli effetti dell'afflusso dei metalli preziosi in Ispagna, è a noi noto. Ond'è che mentre la Spagna imperiale decadeva, ed altri paesi assurgevano ad invidiato splendore, il centro monetario del mondo che già aveva abbandonato Venezia e l'Italia, che già stava per dipartirsi dalla penisola iberica, si soffermava per un momento in Portogallo, salvo procedere subito dopo verso le spiaggie, olandesi. E nel secolo XVII infatti, nel quale l'Olanda ribelle, acquista l'indipendenza politica, nel quale essa diviene la regina dei mari ed il centro prodigioso di un'attività manifatturiera febbrile, nel quale ogni cosa del mondo sembra gravitare verso l'Olanda fiorente ed industriosa, le grandi correnti monetarie attrattevi quasi da una forza irresistibile vengono ad accentrarsi ad Amsterdam, ed Amsterdam diviene il centro monetario del mondo (2).

Ma la legge della migrazione della ricchezza e del potere da sud verso nord, prosegue senza posa l'inesorato suo corso, ed il centro economico del mondo non tarda ad esulare dall'Olanda manifatturiera. Però durante tutto il secolo XVIII nessun paese riesce a conquistare ciò che l'Olanda ha perduto. Francia, Spagna, Inghilterra se ne contendono reciprocamente le spoglie, senza però che per molto tempo nessuna riesca a conquistarle. Ma ecco verso la fine del secolo XVIII l'Inghilterra emergere decisamente da tutti gli altri paesi, eccola divenire la sede di un'attività industriale meravigliosa, eccola divenire l'invincibile regina dei mari, ed ecco il centro economico del mondo, dopo aver indugiato sulle coste del mare del Nord, incerto e indeciso ove rivolgersi, eccolo arditamente attraversare la Manica e migrare fra le

(1) MESSEDAGLIA, op. cit.,. pag. 84.

(2) FANNO, *L'espansione commerciale e coloniale,* ecc., pag. 96-7.

nebbie della grande Albione. Ma le nebbie non valgono ad offuscare la luce che dal centro economico del mondo s'irradia. Raccoglie l'Inghilterra ben presto i frutti della sua instancabile operosità; e durante la prima metà del secolo XIX compie senza posa la mirabile ascesa. Padrona sovrana delle industrie, dei commerci, della navigazione, essa diviene il teatro di un'attività intensa e febbrile. Tutte le transazioni bancarie e finanziarie del capitalismo cosmopolita convengono alla fragorosa città del Tamigi, e l'Inghilterra, la bionda Albione annerita dal fumo, ricoperta di una selva di camini, intersecata da una fitta rete di ferrovie, visitata da tutti i popoli della terra, la bionda Albione, di cui è legittimo vanto lo sviluppo industriale, l'estensione dei commerci, il dominio dei mari, si afferma incontestata, verso il 1870, il centro di gravitazione del mondo (1).

E per quella legge da noi additata, secondo la quale il centro delle correnti monetarie segue sempre nel suo perenne cammino il centro economico, ecco il centro delle correnti monetarie, dopo aver esulato dall'Italia, dopo aver migrato attraverso la Spagna, il Portogallo, ed essere giunto in Olanda, eccolo dipartirsi anche da questa, e migrare in Inghilterra. Dal principio del secolo XIX l'Inghilterra è divenuta il centro supremo a cui, quasi strette da un nodo possente, mettono capo le grandi correnti metalliche mondiali. « La circolazione massima dei metalli preziosi presenta nell'epoca moderna il seguente corso: muove dall'America, dall'Africa australe, dall'Australia, e fa capo all'Inghilterra; da questa si espande in due correnti: la corrente aurea, che si diffonde pei mercati europei, la corrente argentea, che viene esportata nella Cina e nell'India » (2). E così per tal modo l'Inghilterra, centro economico del mondo, è riuscita, mercè la forza possente di attrazione di cui è dotata, a richiamare a sè le grandi correnti metalliche mondiali, e a divenire nel secolo XIX il centro raccoglitore e distributore dei metalli preziosi (3).

---

(1) Vedi la nostra: *Espansione commerciale*, ecc., pag. 490.

(2) LORIA, op. cit., pag. 36.

(3) MARTELLO, *La Moneta e gli errori che corrono intorno ad essa*, Firenze 1883, pag. 91; BAGEHOT, *Lombard-Street*, nella *Bibl. dell'Econ.*, Serie II,

Ma non a questo punto il centro monetario del mondo sembra destinato a por fine alla secolare sua migrazione. La posizione eminente che nel secolo XIX l'Inghilterra ha saputo acquistare, non è certo irrevocabile, non è certo definitiva. La legge della migrazione della ricchezza e del potere, che già nel passato fece un'ecatombe di vittime, è legge inesorabile ma equamine, alla quale l'Inghilterra non potrà quindi sfuggire. Già infatti la concorrenza degli Stati Uniti, della Germania e di una folla di altri paesi, mina da qualche tempo l'egemonia commerciale d'Albione. L'evoluzione stessa che si sta compiendo nella complessa economia mondiale tende a spostare il centro economico del mondo, e senza ancora designare la novella sua sede, tende ad ogni modo a sospingerlo fuori dell'orbita dell'Impero britannico. Ora questa trasformazione cui lentamente l'economia mondiale sta preparandosi, e di cui ormai scorgonsi ovunque i segnali precursori, tende in pari tempo a disgregare e sfasciare il complesso sistema di correnti monetarie, che nell'Inghilterra trova tuttora il suo centro di gravità.

I nuovi paesi manifatturieri infatti che sorgono ad insidiare il monopolio industriale d'Albione riescono a muoverle concorrenza vittoriosa, solo in virtù del cospicuo divario nei costi comparati, che coll'addensarsi delle genti sono venuti man mano acquistando (1). E questo cospicuo divario, dando loro il modo di iniziare diretti rapporti commerciali coi paesi a miniere, li pone altresì in grado di importare direttamente da questi i metalli preziosi senza passare pel tramite dell'Inghilterra. Per cui l'Inghilterra, perduta l'assoluta supremazia commerciale, perde in pari tempo a poco a poco quella potente forza d'attrazione, che per oltre un secolo le ha consentito di tenere a sè avvinte e riunite le grandi correnti monetarie; e queste, insensibilmente, le vanno sfuggendo. Dalle grandi correnti monetarie, che un dì tutto il loro ma-

---

Vol. VI, VII, VIII, pag. 174; TOOKE, *A History of Prices and of the State of the circulation*, London 1838, vol. VI, pag. 212.

(1) Intorno all'influenza dell'incremento della popolazione sul divario nei costi comparati e sulla supremazia commerciale, vedi la nostra: *Espansione*, ecc., pag. 291 e segg.

gico fluido riversavano nella città del Tamigi, si distaccano via via dei piccoli rivoli, che altrove portano il prezioso metallo. Queste immani correnti, menomate delle onde metalliche che queste vie secondarie sottraggono loro, si frazionano in mille rigagnoli, perdono a poco a poco la primiera imponenza e sono destinate a non giungere in Inghilterra che ognòr più esili ed ognor più assottigliate.

Quelle stesse cause adunque che tendono a spostare da Londra il centro economico, congiurano in pari tempo a far esulare da essa il centro monetario, ad attenuare la sua odierna importanza come centro di distribuzione dei metalli preziosi. Per cui il giorno nel quale l'Inghilterra, di fronte al continuo spostarsi del centro economico, resterà tagliata fuori dalle vie maestre del commercio mondiale, in quel giorno verrà a sfasciarsi e disperdersi quel complesso sistema di correnti metalliche che attorno all'Inghilterra si era adunato e, che già fin d'ora trovasi da ogni parte seriamente minacciato. In quel giorno le correnti monetarie, spezzato il nodo possente della supremazia commerciale, che in Inghilterra le riuniva in un sol fascio, si disperderanno erranti e smarrite senza mèta pel mondo; salvo però a poco a poco orientarsi e rivolgersi verso nuovi lidi e nuove regioni; salvo lentamente spostarsi e dirigersi verso un'unica mèta; salvo, finalmente, ancora una volta convergere tutte verso un solo paese, verso il paese che il centro monetario, seguendo il cammino e le vicende del centro economico, avrà designato come nuova tappa della perenne sua migrazione, verso il paese fortunato e redento, che la civiltà rinascente avrà scelto come nuovo centro dei proprii fastigi.

INDICE

Dedica . . . . *Pag.* v
Prefazione . . . . » vii

CAPITOLO I.

La moneta e il meccanismo degli scambi . . . . » 1
§ 1. Del valore e del costo della moneta . . . . » 1
§ 2. Il costo della moneta metallica e le sue variazioni . . » 8
§ 3. Della circolazione metallica e della circolazione fiduciaria . . . . » 12
§ 4. Del corso dei cambi e delle sue leggi . . . . . . » 17

CAPITOLO II.

Le leggi fondamentali della circolazione internazionale dei metalli preziosi . . . . » 23

CAPITOLO III.

Le correnti metalliche e i sistemi monetari . . . . . . » 35

CAPITOLO IV.

La circolazione mondiale della ricchezza e le correnti monetarie . . . . » 43
§ 1. I prestiti internazionali . . . . » 43
§ 2. I tributi internazionali . . . . » 53
§ 3. Le speculazioni e le crisi commerciali . . . . » 53
§ 4. Le correnti commerciali periodiche . . . . » 60

CAPITOLO V.

Le correnti monetarie ed il riordinamento della circolazione nei paesi a finanze dissestate . . . . *Pag.* 65
§ 1. Il corso forzoso, l'aggio e le sue leggi . . . . . . » 65
§ 2. L'aggio ed il corso dei cambi . . . . » 77
§ 3. Le correnti monetarie e l'introduzione del corso forzoso . » 79
§ 4. Le correnti monetarie e l'abolizione del corso forzoso . » 84
§ 5. Del sistema dei prestiti come mezzo per abolire il corso forzoso . . . . » 90
§ 6. Del graduale riscatto della carta moneta . . . . . » 98
§ 7. Dell'abolizione del corso forzoso nei paesi in progresso. » 105

CAPITOLO VI.

Le correnti monetarie e la loro storica migrazione . . . » 109

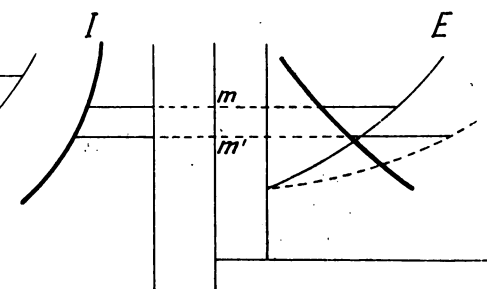
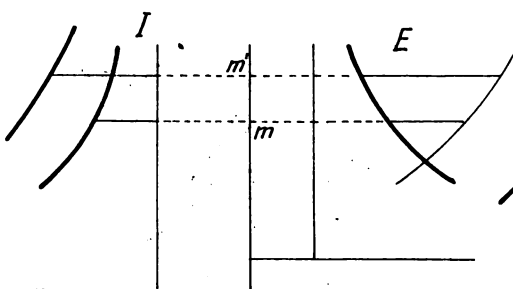
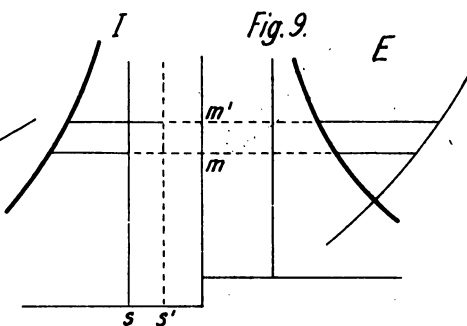
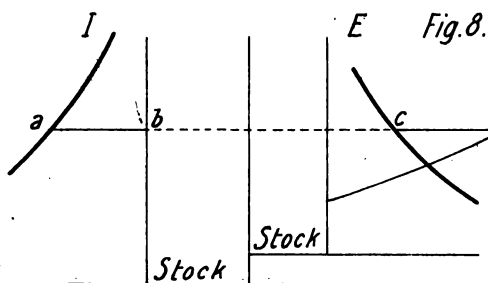
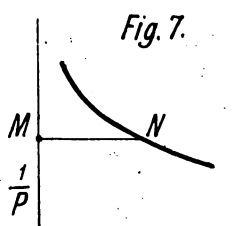
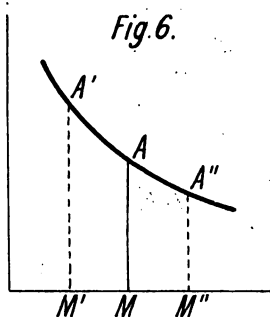
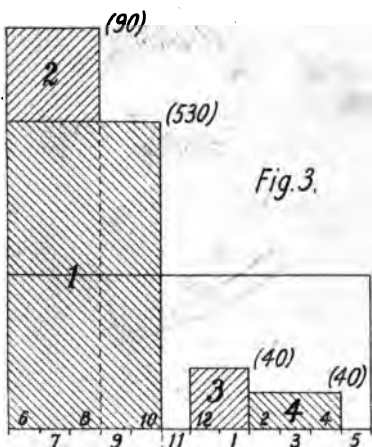
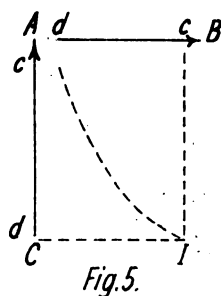
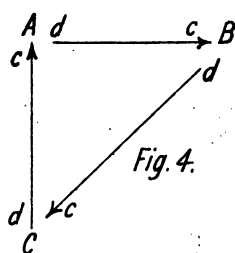
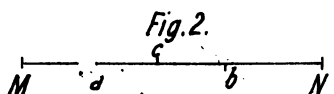
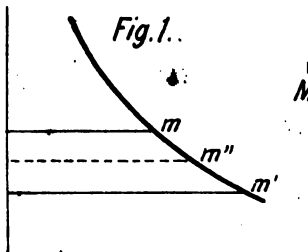
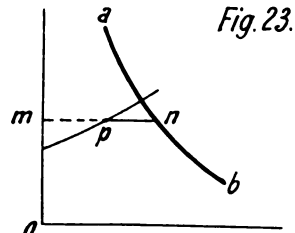
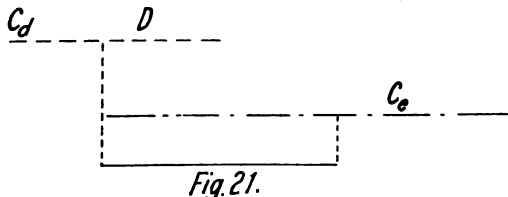
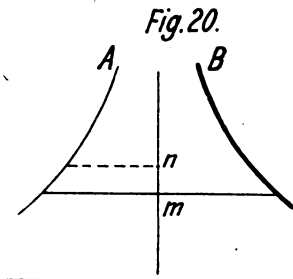
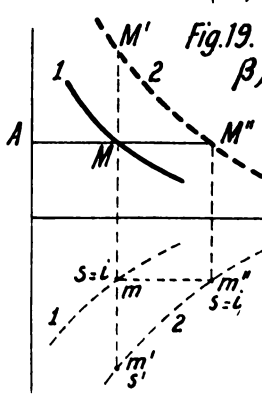
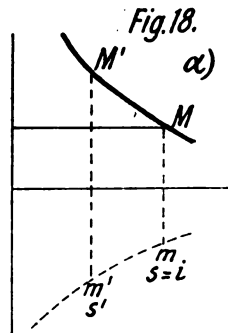
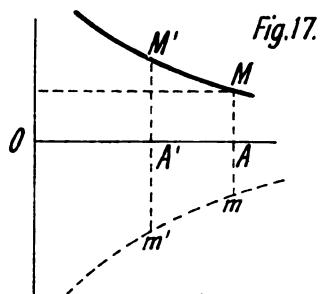
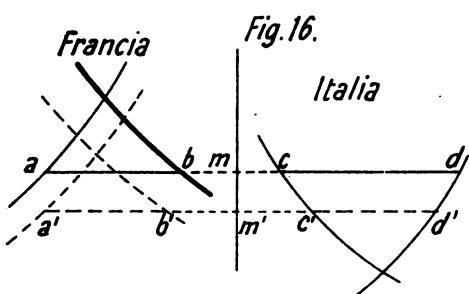
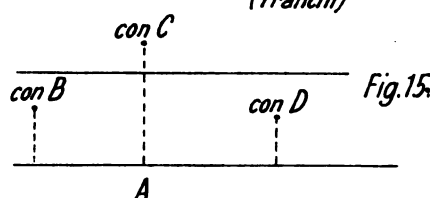
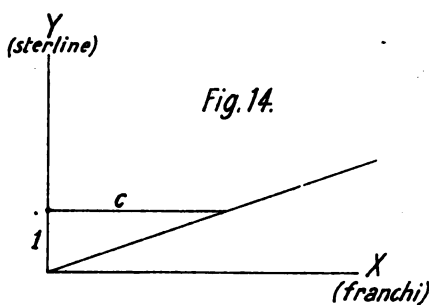
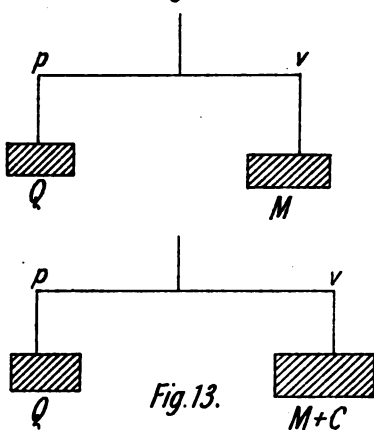
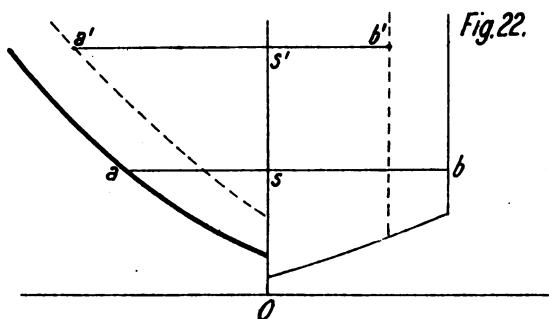
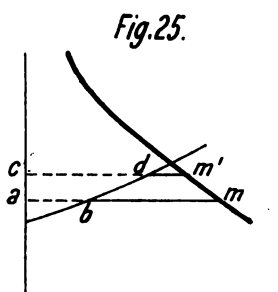
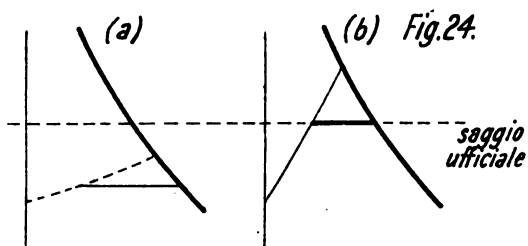
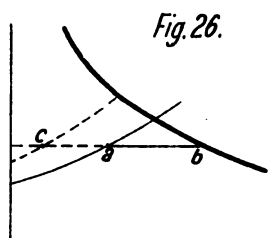
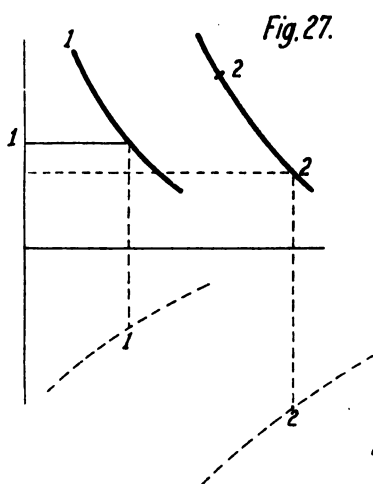
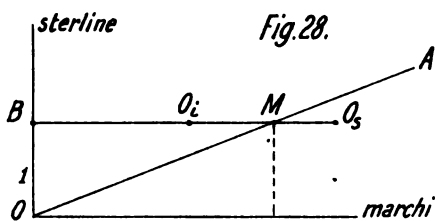
ı2

Prof. ENRICO BARONE
R. Ist. sup. di studi commerciali di Roma

Il mercato internazionale della moneta e del risparmio - - -

(Sinossi per uso esclusivo degli studenti)

Anno Scolastico 1917-1918

TIPOGRAFIA LICINIO CAPPELLI
ROCCA S. CASCIANO

BARONE – MONETA E RISPARMIO.

Stab. Evaristo Armani - Roma

Fig. 12.
p
v
Q
M
Fig. 13.
p
v
Q
M+C
Y
(sterline)
Fig. 14.
c
1
X
(franchi)
con C
con B
con D
Fig. 15.
A
Francia
Fig. 16.
Italia
a
b
m
c
d
a'
b'
m'
c'
d'
Fig. 17.
M'
M
0
A'
A
m
m'
Fig. 18.
M'
α)
M
m
s=i
m'
s'
Fig. 19.
M'
2
β)
1
A
M
M"
s=i
m
m"
s=i
1
2
m'
s'
Fig. 20.
A
B
n
m
C_d
D
C_e
Fig. 21.
a
Fig. 23.
m
p
n
b
o

-meni-Roma.

Stab. Evaristo Armani - Roma.

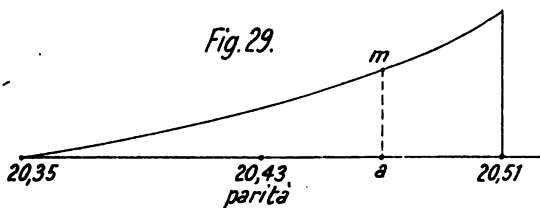
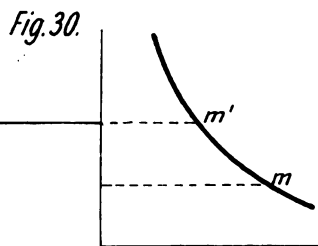
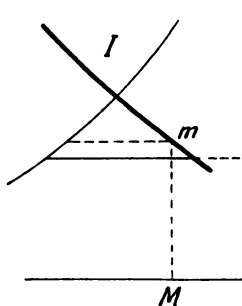
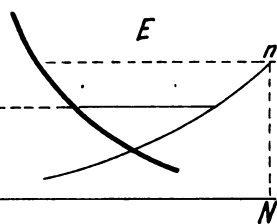
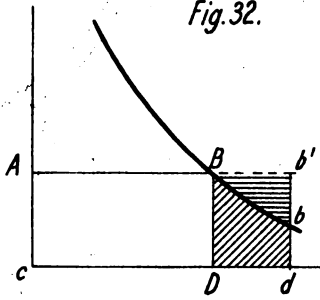
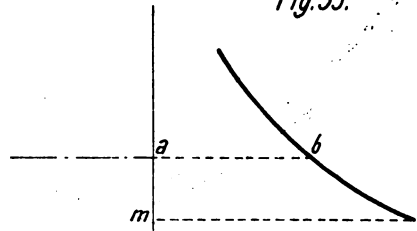
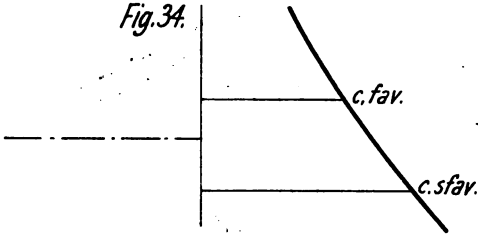
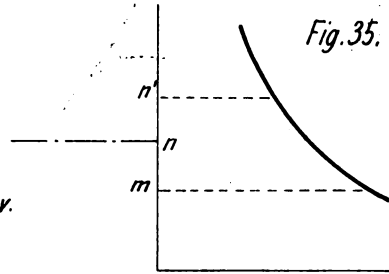
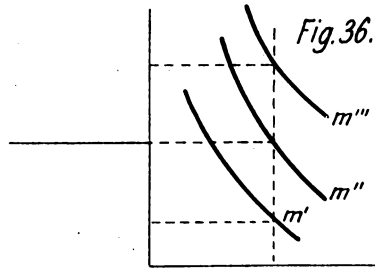



Fig. 32.
A
B
b'
b
c
D
d
Fig. 33.
a
b
m
Fig. 34.
c, fav.
c. sfav.
Fig. 35.
n'
n
m
Fig. 36.
m'''
m''
m'

I. - Banche di emissione e banche di deposito. (1)

1. - Le banche di emissione. - Tra i vari istituti che insieme formano i sistemi bancari moderni, i primi a sorgere e a svilupparsi in quasi tutti i paesi furono gli istituti di emissione. La ragione di tale precedenza sulle banche di deposito moderne è questa: nei paesi poco progrediti il risparmio fa difetto. E quindi mentre le banche di deposito non trovano condizioni propizie al loro sviluppo, appunto per questo vi trovano condizioni adatte le banche di emissione, le quali, emettendo biglietti coperti solo parzialmente, sostituiscono un medio circolante quasi gratuito ad un medio circolante costoso e arrecano il vantaggio, assai notevole per i paesi poveri, di lasciare maggiore quantità di risparmio disponibile per la produzione.

2. - Quasi tutte le banche di emissione devono la loro origine a dissesti finanziari degli stati in cui sorsero: i sovrani, valendosi della facoltà di negare o concedere ai privati l'esercizio di qualsiasi intrapresa, subordinarono la concessione dell'esercizio del commercio bancario al pagamento di cospicue somme, e convertirono tale facoltà in una fonte di lauti guadagni. Donde il monopolio dell'emissione, che in quel primo periodo fu caratteristico, l'incremento dei debiti del governo presso le banche, ed il fatto che queste diventarono quasi nulla più che una succursale del pubblico tesoro.

3. - Al monopolio nell'emissione — o per lo meno al prevalere assoluto di una banca di emissione su tutte le altre — si è tornati più tardi per gli effetti dannosi che potevano derivare dalla loro concorrenza sul mercato nazionale. Questa concorrenza adduceva all'espansione dell'emissione per offrire credito alle migliori condizioni ed aumentare così la clientela propria a danno dell'altrui. Le emissioni eccessive deprezzavano il medio circolante, esponevano le singole banche a divenire insolventi, ed il paese al pericolo di perdere l'intero capitale monetario. E' vero che le banche colpevoli di tali eccessi trovavano presto la

---

(1) Per questo primo capitolo l'insegnante si è valso largamente della prima parte dell'opera del *Fauno* " *Le banche* e *il mercato monetario* ,,.

colo numero di grandi istituti gravitanti verso un centro determinato e forniti di molte succursali sparse in tutto il territorio nazionale.

Questo accentramento del sistema bancario (si ricordi che ci riferiamo alle banche di deposito e sconto) esercita una grande influenza su tutto il processo di circolazione della moneta e del risparmio. Alla capitale si accentra l'offerta nazionale di prestiti, perchè le grandi banche, per mezzo delle succursali, raccolgono le disponibilità monetarie inoperose, e quelle che non trovano impiego locale si accentrano alla centrale, che le impiega direttamente o le spedisce alle succursali che ne hanno bisogno: alla capitale si accentra anche la domanda: donde il sorgere, nei paesi industriali, di un vero e proprio mercato monetario.

6. – Col crescere del risparmio dei paesi industriali, si iniziano le esportazioni di esso: del quale movimento le banche diventano il centro direttivo. Infatti, accumulandosi il risparmio, le banche lo fanno discendere a mano a mano agli impieghi meno remunerativi: e quando, tenendo pur conto del differente rischio, il saggio di rendimento all'interno scende al disotto di quello conseguibile all'estero il risparmio in parte emigra.

Nelle emigrazioni del risparmio, le banche, a mano a mano che il risparmio cresce, acquistano titoli esteri già in circolazione, o partecipano alla emissione di titoli nuovi (per es. a prestiti richiesti da paesi meno ricchi).

7. – Le banche che impiegano in titoli esteri una parte dei depositi loro affidati, non possono tenere immobilizzate somme troppo grandi in questo modo. Procurano di collocare tali titoli all'interno, introducendoli nelle borse nazionali e creando loro un mercato. L'inizio delle esportazioni di risparmio da un paese è contrassegnato appunto dalla comparsa di titoli esteri nelle borse nazionali. Le grandi banche acquistano titoli esteri e mettendoli a disposizione dei risparmiatori, sono il tramite per cui questi possono poi procedere a stabili investimenti, convertendo i loro depositi bancari in titoli stranieri (1).

---

(1) Un fatto è degno di nota, e se ne deve tener conto nello studio del fenomeno delle crisi: è che nelle borse si hanno in prevalenza emissioni di titoli nazionali o importazioni di titoli stranieri per lo più di quelli più sicuri, a reddito fisso, secondo che si è in un periodo ascendente o in un periodo discendente dei cicli periodici. E si capisce: in un periodo ascendente è abbondante la creazione dei titoli industriali nazionali, e le disponibilità bancarie sono poche per la importazione dei titoli stranieri: e viceversa, in un periodo discendente le disponibilità bancarie sono molte, e scarsa la creazione di titoli industriali nazionali. Sicchè nei cicli discendenti il risparmio, spaventato, trova rifugio in questi titoli stranieri: cioè, in sostanza, emigra all'estero. Si noti: il periodo di maggiore importazione di titoli stranieri coincide con un periodo di basso

8. - I titoli di qualunque specie, al principio, quando sono emessi, restano per una parte *fluttuanti* sul mercato: solo più tardi vengono a mano a mano assorbiti dal risparmio privato e dal portafoglio delle banche a titolo di proprietà. I titoli fluttuanti — che sono cioè ancora nel campo della speculazione — si trovano in riporto presso le banche.

Le oscillazioni di questo *fondo dei riporti* stabiliscono la connessione fra il mercato della moneta e il mercato dei valori. Ecco come. Le somme che le banche destinano ai riporti sono una parte soltanto delle disponibilità complessive che esse dedicano ad ogni sorta di operazioni di credito. Quindi quelle somme sono scarse quando il mercato è in stato di tensione, di cui indice è il sollevarsi del saggio dello sconto; e viceversa, quando le disponibilità sono abbondanti.

Sicchè quando il saggio dello sconto si solleva, si ha generalmente diminuzione della massa dei titoli fluttuanti in riporto presso le banche, ed aumento, quando il saggio dello sconto si abbassa; diminuzione, perciò, del prezzo dei titoli nel primo caso, aumento nel secondo. Fra il mercato monetario e il mercato dei valori, esiste, dunque, un'intima connessione per cui ogni movimento dell'uno si riflette sull'altro.

9. - Si noti che il *fondo dei riporti*, con le sue oscillazioni, fa da volante automatico alle variazioni del saggio dello sconto.

Quando, infatti, per il crescere delle disponibilità monetarie, il saggio dello sconto diminuisce, le banche, allettate da più alti riporti — e vedremo ora il perchè di questo — aumentano il fondo dei riporti; il che, restringendo alquanto le maggiori disponibilità per il mercato monetario, fa che lo sbalzo invece che da m ad m' si limiti a quello da m ad m'' (Fig. 1). La stessa attenuazione, nell'altro senso, avviene quando le disponibilità monetarie aumentano.

Perchè, crescendo le disponibilità, le banche sono allettate da più alti riporti e sono indotte, perciò, ad aumentare il fondo dei riporti? Perchè quando c'è o si prevede un aumento di disponibilità del mercato — e quindi un aumento del prezzo dei titoli — c'è speculazione al rialzo: molti titoli chiedono di essere riportati da speculatori; e quindi il prezzo dei riporti si solleva: donde l'incitamento alle banche ad aumentare quel fondo.

10. - I sistemi bancari più evoluti. - Con lo sviluppo degli altri istituti, le banche di emissione cessano di essere le dominatrici del mercato dello sconto, come si rileva dall'ammontare del capitale di fondazione e più ancora dall'ammontare delle operazioni di sconto.

---

saggio dello sconto, proprio delle fasi di depressione, cioè con un innalzamento del prezzo dei titoli nazionali, e, quindi, con una diminuzione di interesse che essi dànno: il che perfettamente si spiega.

Questo sviluppo progressivo delle banche di deposito e sconto (le diremo banche *ordinarie* per brevità) ha effetti notevoli sulla circolazione, e sull'ordinamento del mercato monetario.

Quanto alla circolazione, si diffonde nel pubblico — nei paesi più evoluti, si intende — la consuetudine di valersi delle banche (ordinarie) pei pagamenti. Gli uomini di affari depositano presso coteste banche i loro fondi di cassa per disporne mediante *cheks*. Sicchè, accanto ai depositi provenienti dal risparmio che non si vuole investire, o non vuole ancora investirsi, sorgono questi nuovi depositi monetari. Sulla base di questi depositi sorge una nuova operazione attiva: le banche aprono partite di credito nei propri libri a favore dei loro clienti, autorizzandoli a disporne mediante *cheks*. Sono i cosidetti depositi *fittizi*, e che costituiscono una nuova aggiunta ai mezzi di circolazione non coperta, come abbiamo visto a suo luogo (1). Lo *chek* prende parte nella circolazione, si diffonde a mano a mano che le banche si sviluppano e si sostituisce al biglietto di banca, tendendo a soppiantarlo. Quest'azione assorbente dello *chek* rispetto agli altri mezzi di circolazione si svolge non soltanto a spese del biglietto di banca, ma anche della moneta metallica: onde si verifica il fatto che in alcuni paesi industrialmente più evoluti, come l'Inghilterra, ed appunto per questo, la circolazione di metallo e di biglietti non è punto proporzionata all'intensità del traffico, ma anzi è più esigua che non negli altri (2).

11. - Sul mercato monetario, poi, avviene questo: che mentre nei paesi in cui le banche ordinarie sono poco sviluppate, alle operazioni di prestiti monetari a breve scadenza provvedono essenzialmente le banche di emissione, sia direttamente, sia con risconti alle banche ordinarie, sicchè queste devono di necessità regolare il loro saggio di sconto sul saggio ufficiale; tale supremazia delle banche di emissione sul mercato monetario declina a mano a mano che i depositi presso le banche ordinarie aumentano, e più ancora là dove esse possano disporre anche del mezzo dello *chek*. Sicchè le banche di emissione per non essere tagliate fuori del mercato monetario, devono esse, nelle circostanze

(1) Che il deposito fittizio sia poi assicurato da egual somma di effetti depositati alla banca, o da titoli o dalla semplice iscrizione a libro di un credito concesso al cliente, questo è indifferente al nostro scopo: ciò che importa è la creazione di un altro medio circolante, oltre, e spesso in concorrenza, con la circolazione scoperta delle banche di emissione, quella cioè eccedente le riserve metalliche di cui queste dispongono. Gli americani chiamano *deposit-currency* questa nuova circolazione creata dalle banche di deposito.

(2) La diffusione maggiore o minore dello *chek* non dipende soltanto dall'essere il paese più o meno evoluto, ma anche dalla elasticità maggiore o minore che alla banca di emissione è concessa circa la quantità scoperta di mezzi di scambio. La diffusione dello *chek* in Inghilterra molto è dovuta anche all'estremo rigore dell'atto Peel.

ordinarie, uniformare il loro saggio di sconto a quello di mercato, benchè nominalmente mantengano un saggio di sconto ufficiale meno oscillante, e più alto, generalmente, di quello di mercato. E così, nelle circostanze ordinarie, in realtà, le parti si invertono: non più il saggio ufficiale disciplina il saggio libero, ma è questo che trascina quello.

12. - Tuttavia le banche di emissione restano la chiave di volta di tutto il sistema bancario. Perchè? Non tutti i biglietti delle banche di emissione restano in circolazione: una parte è depositata presso le banche ordinarie: ed è appunto sulla base di questi depositi, costituiti da biglietti, che le banche aprono partite di crediti ai propri clienti, creando una nuova specie di medio circolante in più della circolazione scoperta propria delle banche di emissione. Ora lo *chek* può sempre essere presentato alla banca per averne biglietto, e questo è convertibile a vista in moneta metallica. Sicchè, in sostanza, l'apertura di credito di una banca ordinaria a un suo cliente, significa creare a sè l'impegno di cambiare lo *chek* in biglietto, ed alla banca di emissione quello di cambiarlo, per questa via, in moneta metallica. In breve, tutta la massa di impieghi a vista della banca di emissione e delle banche ordinarie $M + C$ ricade, in ultima analisi, sulla parte M della riserva metallica delle banche di emissione: tutta la circolazione fiduciaria nazionale riposa su M. Perchè l'espansione sia contenuta in limiti convenienti, in relazione ad M, vigilano le banche di emissione; le quali non hanno altro mezzo per contrarre la circolazione, che sollevare il saggio dello sconto. Il segnale è per esse dato dal corso dei cambi. Queste banche di emissione, perchè detentrici delle riserve metalliche dell'intero mercato, agiscono da istituti regolatori. E a suo tempo vedremo i mezzi che le banche di emissione adoperano quando il mercato libero sia riottoso a uniformare il suo saggio a quello ufficiale.

13. - Vi è un fatto assai notevole che si accompagna a questa più recente evoluzione delle banche di emissione: ed è che il biglietto di banca muta natura. Finchè la circolazione fiduciaria è costituita soltanto dal biglietto di banca, le riserve metalliche delle banche di emissione possono essere in un rapporto relativamente esiguo rispetto a questa circolazione. Ma quando, per lo sviluppo crescente delle banche ordinarie, queste aggiungono al biglietto nuovi mezzi di circolazione, allora la riserva delle banche di emissione viene a costituire la base non soltanto della circolazione dei biglietti, ma quella di tutta l'economia creditizia a breve scadenza. E perciò indice di una buona stabilità del mercato monetario diventa il rapporto, non già tra le riserve e gli impegni a vista delle banche di emissione, ma quello tra le riserve stesse e l'ammontare complessivo di tutta la circolazione. E, dunque, di mano in

mano che i nuovi mezzi di circolazione si espandono, le riserve delle banche di emissione debbono aumentare di pari passo: vale a dire deve aumentare il rapporto fra le loro riserve metalliche e la massa dei loro biglietti in circolazione; ossia deve aumentare la copertura di questi.

Sicchè assistiamo a questo fatto, che si manifesta specialmente nei paesi più evoluti: il biglietto di banca perde il carattere originario di strumento di credito, tende a trasformarsi in un puro e semplice mezzo di pagamento, sostituente la moneta metallica che esiste presso la banca centrale; tende a trasformarsi in un vero e proprio certificato di altrettanto oro esistente presso la banca.

Muta, dunque, la natura stessa degli istituti di emissione: costretti ad emettere biglietti a copertura quasi completa — nei paesi più evoluti, s'intende — essi cessano di essere, almeno nei tempi normali, veri e propri istituti di credito per trasformarsi in semplici istituti di circolazione.

14. - Avvenuta così la trasformazione degli istituti di emissione, non è possibile che essi in un momento di bisogno possano col loro credito venire in aiuto del mercato, se — in convenienti limiti — non hanno possibilità di estendere la loro circolazione senza aumento corrispondente delle riserve. Se la circolazione è priva di elasticità, le banche di emissione non si trovano in condizione di soccorrere il mercato ed evitare un forte sollevamento del saggio dello sconto.

Quando questa trasformazione degli istituti di emissione sia già avvenuta, una tale elasticità, (che consenta, in casi eccezionali, delle emissioni straordinarie e momentanee di biglietti, senza un aumento corrispondente della riserva) può recare, senza alcun danno, il vantaggio di non dover affrontare gli inconvenienti che sono collegati agli sbalzi repentini dei prezzi e dello sconto.

II. - La speculazione.

15. - Il prezzo dei titoli e la speculazione. - La borsa opera su titoli. Questi sono di due specie: *obbligazioni ed azioni*. La differenza tra esse, sotto l'aspetto economico, sta in ciò che l'*obbligazione* è il titolo di proprietà di una quota del capitale di una impresa, implicante solo funzioni di capitalista, e dà quindi diritto all'interesse; l'*azione* è il titolo di proprietà di una quota del capitale di una impresa, impli-

cante anche funzioni di imprenditore, oltre che quelle di semplice capitalista, quindi, con partecipazione ad un profitto o ad una perdita) che va in aggiunta o in diminuzione dell'interesse corrente del mercato.

La facilità del trasferimento di questi titoli fa sì che la indisponibilità del risparmio impiegato stabilmente in una impresa sparisca pei partecipanti ad essa, quantunque socialmente permanga.

16. - In condizioni di equilibrio il prezzo dei titoli non si sottrae alla legge generale dell'impiego del risparmio. Il prezzo si ottiene capitalizzando il reddito al saggio di interesse esistente in quel tempo e luogo.

E perciò per le obbligazioni, per le quali il reddito è fisso, il prezzo si mantiene stabile o varia soltanto in seguito a cambiamenti nel saggio dell'interesse; per le azioni, invece, il prezzo non soltanto cambia in ragione inversa del saggio dell'interesse, ma anche in ragione diretta degli aumenti e delle diminuzioni di utili dell'impresa a cui quei titoli si riferiscono. Vi è però da tenere conto dell'elemento *rischio*, il quale fa sì che non tutti questi valori abbiano un prezzo risultante dal capitalizzare il reddito allo stesso tasso; e vi è da tener conto dell'elemento *durata* dei capitali fissi dell'impresa cui questi titoli si riferiscono, perchè solo tenendo conto del rischio e della durata, si può dire che, come prima grossolana approssimazione, i tassi dei frutti netti tendano ad agguagliarsi tra loro ed al saggio dell'interesse. Influiscono inoltre sul prezzo dei titoli altre circostanze, come la larghezza maggiore o minore del loro mercato: il titolo più negoziabile ha, a parità di condizioni, prezzo più alto perchè è maggiormente ricercato.

Si capisce, perciò, come a parità di reddito, le azioni abbiano generalmente un prezzo più basso delle obbligazioni, cioè si capitalizzino ad un saggio più alto.

17. - Questo è il prezzo di equilibrio. Ma come per tutti gli altri beni, anche per questi titoli, il prezzo è determinato da una serie di equilibri provvisori, in cui entrano la domanda e la quantità disponibile.

La domanda è determinata dalla quantità di nuovo risparmio che mira ad investirsi, la quantità disponibile è determinata da quella di titoli esistenti di cui i possessori si vogliano disfare e dalle nuove emissioni di titoli. Tutti i fatti che influiscono sulla domanda e sulla quantità disponibile, influiscono dunque anche sul prezzo dei titoli.

18. - Le oscillazioni dei prezzi sono alla borsa più sensibili e più frequenti che altrove, perchè i titoli formano una merce « sui generis » sempre richiesta come mezzo di investire il risparmio disponibile, facilmente trasportabile, rapidamente trasmissibile. Gli operatori, raccolti in gran numero nello stesso locale, si comunicano le loro impressioni e

i loro calcoli, sanno subito per mezzo del telegrafo ciò che accade in tutte le borse del mondo ad ogni istante. Così, qualunque avvenimento fa sentire immediatamente la sua influenza sul prezzo dei titoli. Donde le oscillazioni continue e frequenti dei prezzi, ed il fatto che tali titoli offrano per conseguenza così largo campo alla speculazione.

19. - La speculazione di borsa ha questo di caratteristico, che essa, più di ogni altra, si presta all'intervento di operatori incompetenti, che agiscono senza criteri determinati, spinti da impressioni o sentimenti inafferrabili. Così l'elemento *giuoco*, che ha sempre una qualche parte accanto alla *speculazione sana* — di cui ora vedremo l'importante funzione — ha parte larghissima nelle operazioni di borsa. Questa categoria di operatori, che va ad impressioni, se ha comprato speculando al rialzo, alla più piccola notizia non buona che può far deprimere i corsi, è disposta a vendere per paura di chissà quali altri ribassi immediati, e così provoca, con il suo contegno, dei ribassi reali notevoli pei motivi più insignificanti; mentre se ha venduto speculando al ribasso, trema ad ogni notizia lieta che possa fare alzare i corsi, e temendo chissà quali rialzi immediati, è disposta a ricomprare per coprire le sue posizioni, determinando così un effettivo aumento, anche qui non proporzionato alla causa. Donde un mercato quanto mai nervoso ed eccitabile, con oscillazioni continue nei prezzi, molto più frequenti di quelle che sarebbero senza l'intervento di queste cause di ordine psicologico.

20. - Sul significato economico delle operazioni di borsa sono molto disparati i giudizi. Per gli uni esse sono provvidenziali: per gli altri non sono che un semplice giuoco, un'attività economica del tutto inutile.

Quelli non vedono che la parte sana; questi non vedono che il lato patologico.

La verità è un'altra. La speculazione in genere — e quindi anche quella di borsa — compie una importante funzione economica. La speculazione sulle merci concorre, nientemeno, a risolvere il problema dell'adattamento delle offerte alle domande, evitando gli sbalzi repentini di prezzi. La speculazione sui titoli è mezzo efficace perchè il nuovo risparmio sia investito nel modo più adatto al massimo di utilità sociale.

Alla speculazione sana, oculata — cui è premio della sua previsione esatta dell'equilibrio futuro, il guadagno, e pena per la previsione inesatta, la perdita — si unisce sempre la speculazione che, in difetto di competenza, si riduce ad un giuoco. Codesta speculazione stolida non reca alcun vantaggio sociale, anzi è di danno, come vedremo. Ma sarebbe assurdo non volere la speculazione sana, sol perchè essa degenera o

può degenerare. Tutto compreso, la cessazione della speculazione sana sarebbe una permanente distruzione di ricchezza sociale maggiore di quella che la degenerazione di essa può eventualmente recare. E' ciò che vedremo successivamente, cominciando, come studio preparatorio indispensabile, dalla speculazione sulle merci, per poi tornare di nuovo alla speculazione sui titoli.

21. - La speculazione sulle merci. I contratti a termine. - Si intende che discorriamo della speculazione commerciale; non di quei maneggi nei quali, per riuscire, si adopera la frode o la violenza, atti criminali che spetta alla legge di punire; e neppure di quelle operazioni che sono ridotte ad un semplice giuoco di azzardo, per la mancanza di conoscenze serie, le quali permettano di giudicare con oculatezza della situazione futura del mercato.

La speculazione commerciale — che consiste nel comprare per rivendere a migliore prezzo in altro luogo od in altro tempo — ha cominciato con l'esercitarsi nello *spazio*: oggi, con la tendenza dell'evoluzione economica al pronto livellamento dei prezzi, in seguito alle più diffuse informazioni ed ai più facili mezzi di trasporto, la speculazione si esercita specialmente nel *tempo*. Prima il beneficio si ricercava nel *conoscere* la differenza del prezzo in *luoghi* diversi: oggi si cerca il beneficio nel *prevedere* la differenza del prezzo in *tempi* diversi: il che richiede, oggi, maggior somma di conoscenze economiche di una volta. Prima bastava l'esatta *informazione*; ora è necessaria l'esatta *previsione* delle variazioni future del prezzo, ossia è necessario l'esatto apprezzamento di tutte quelle circostanze — d'ordine naturale, economico, politico — le quali possono determinare le variazioni dei prezzi. Ecco perchè oggi la funzione del grande commerciante speculatore richiede ben altre conoscenze di quelle di una volta.

22. - Perchè per le merci si fanno contratti non solo a *contanti*, ma anche a *termine*, *fermi* od a *premio*?

Le merci possono classificarsi secondo la loro facilità di conservazione: quelle che si alterano prontamente; quelle la cui conservazione per qualche tempo è facile. Per le prime non vi può essere speculazione nel senso commerciale, nè nello spazio nè nel tempo: appunto perciò le variazioni dei loro prezzi da un giorno all'altro, da un luogo all'altro, sono enormi: di fronte ad una domanda che, in certi limiti, non varia, vi è una quantità offerta che varia da un giorno all'altro, e che bisogna smerciare prontamente, non essendo possibile costituirne degli *stocks*. Per le seconde, invece, per le quali appunto tali *stocks* possono costituirsi, e possono essere spostati da un luogo ad un altro, la speculazione è possibile. Essa, quando è ben fatta, tende ad agguagliare

i prezzi nello spazio e nel tempo: ed in ciò reca un vantaggio sociale.

23. - Per queste merci che non si alterano, la compra a termine, e quindi la vendita a termine, hanno la loro ragion d'essere nelle seguenti considerazioni.

L'industriale non può esporsi al rischio che gli manchi la materia prima qualora aspetti ad acquistarla proprio quando ne abbia bisogno e per provvedersene debba pagare prezzi altissimi; nè, per evitare questo e provvedendovi prima, può immagazzinare tutto ciò di cui può aver bisogno per un tempo più o meno lungo, perchè dovrebbe immobilizzare un capitale considerevole, il quale poi graverebbe sul costo di produzione, ponendo l'impresa in condizioni d'inferiorità rispetto alle rivali che adottino sistemi più economici e progrediti. L'industriale provvede con *compre a termine:* donde le corrispondenti *vendite a termine*..

24. - Il *premio* è una conseguenza della necessità della compera e della vendita a termine, cioè per un tempo in cui il prezzo di mercato potrà essere diverso da quello preveduto oggi. Il premio è una specie di assicurazione contro il rischio dei forti scarti dei prezzi. Non solo: ma per l'imprenditore, compratore a termine della materia prima, è un'assicurazione contro il rischio di un sovraccarico di materia prima a perdita; per il produttore è un'assicurazione contro il rischio di un raccolto inferiore, a perdita, di quella quantità per la quale si è impegnato per contratto. Vediamo i due casi.

25. - Se compra a *termine fermo,* l'imprenditore, in caso di ribasso, si può trovare in condizioni d'inferiorità rispetto a concorrenti che si approvvigionino direttamente sul mercato a *pronti* nel momento dei bassi prezzi; non solo, ma comprando *fermo,* egli si obbliga necessariamente a ritirare, si trova cioè esposto al pericolo di rimanere sopraccaricato di uno *stock* di materie prime nel caso che la sua fabbricazione, per le vicende della domanda del prodotto, debba essere rallentata. Con la compra a premio anzi che fermo, egli si assicura contro questi rischi, facendo un vero e proprio contratto di *dont.* Se al momento dell'esecuzione del contratto il prezzo sul mercato è *minore* di quello convenuto *meno* il premio, egli *abbandona* il premio e compra sul mercato direttamente, facendo un contratto migliore: e compra, a suo talento, o la medesima quantità contrattata, o anche una parte soltanto, qualora la sua impresa si sia rallentata.

26. - Dall'altra parte, il produttore di materie prime non vuole affrontare l'alea del prezzo basso che potrà trovare sul mercato all'epoca del raccolto, e fa perciò un contratto a termine; ma non vuol

rimetterci molto nel caso che, al momento del raccolto, il prezzo sia molto alto; ed inoltre gli può capitare che al momento della consegna a prezzo alto, egli si trovi a non aver avuto dal suo raccolto tutta la quantità per cui si è impegnato.

Con la vendita a premio, anzi che fermo, egli si assicura contro questi rischi, facendo un vero e proprio contratto per *consegnare o no*. Se al momento dell'esecuzione del contratto il prezzo del mercato è *maggiore* del prezzo convenuto *più* il premio, egli abbandona il premio, non esegue il contratto e vende direttamente sul mercato: ciò gli conviene tanto più se il raccolto è stato inferiore alle sue previsioni, perchè per mantenere il contratto dovrebbe, con perdita, comprare sul mercato la parte che gli manca (1).

27. - L'una forma di contratto non trova la sua contropartita nell'altra: tanto l'imprenditore quanto il produttore di materia prima vogliono, come si dice, *comprare* un premio.

L'operazione si esegue per mezzo di uno speculatore, intermediario, che compie le due operazioni, facendo la contropartita ad entrambe: il quale speculatore è in certo modo un vero assicuratore e si trova nella medesima situazione di ciò che è il venditore di *opzione* in borsa.

28. - Ecco, dunque, come quelle forme di contratto a termine (a fermo o con premio) che, viste per la prima volta nella tecnica delle operazioni di borsa, fanno l'effetto di sottili ed ingegnose combinazioni di puro giuoco, si ripresentano nella speculazione sulle merci come rispondenti a certe necessità del provvedere alla compra o alla vendita in precedenza, e del limitare il danno proveniente da uno scarto dei prezzi, al momento della consegna, troppo forte rispetto a quello convenuto all'atto della stipulazione. Sono, insomma, la conseguenza del buon principio di ogni operazione commerciale, di vendere al più alto prezzo che si può e di comprare al più basso.

29. - E' qui il luogo di spiegare come nella speculazione sulle merci nascano quelle operazioni di *riporto* e di *deporto* che hanno tanta parte nella tecnica delle operazioni di borsa. Ciò varrà anche a spiegare per quale tramite avvenga che la speculazione a *termine*, la quale agisce sui prezzi a *termine*, influisca poi anche sui prezzi a *pronti*.

---

(1) Ad illustrare meglio ciò che abbiamo detto a proposito del compratare e del venditore, valga questo semplice grafico, (Fig. 2) nel quale *C* è il prezzo convenuto nel contratto a termine con premio, e *O a* e *C b* sono i premi. Per un compratore se il prezzo a pronti sul mercato, nel momento dell'esecuzione del contratto, è molto basso, cioè in *M*, a sinistra di *a*, gli conviene abbandonare il premio e comprare sul mercato direttamente, a pronti, perchè in tal modo guadagna *M a*. Per un venditore, se il prezzo a pronti sul mercato è molto alto, cioè in *N*, a destra di *b*, gli conviene abbandonare il premio e vendere sul mercato direttamente, perchè in tal modo guadagna *b N*.

Quando per l'intervento di molti compratori a termine (rialzisti) il prezzo a termine sale, tosto che la differenza sui prezzi a pronti sia rimunerativa, coloro che posseggono capitali disponibili e fanno effettivamente la speculazione con denari e con prodotti, hanno convenienza di comprare a pronti per vendere a termine.

Costoro non affrontano alcun rischio, quale che sia il prezzo che poi effettivamente ci sarà sul mercato all'atto della consegna: e ciò perchè costoro sono già *coperti*, cioè posseggono già, perchè comprata a pronti, quella merce che vendono a termine.

Codesti *riportatori*, che comprano a pronti e vendono a termine, fanno aumentare i prezzi a pronti (e diminuire quelli a termine): sono essi il tramite per cui il sollevamento del prezzo a termine si trascina dietro quello del prezzo a pronti e la differenza tende ad agguagliarsi al costo dell'operazione di riporto.

Altrettanto semplice si palesa il *deporto* nelle operazioni sulle merci. Quando per l'intervento di molti ribassisti, il prezzo a termine scende, coloro che della merce hanno reali stocks disponibili, hanno convenienza di vendere a pronti e comprare a termine; con che fanno diminuire i prezzi a pronti e rialzare quelli a termine. Sono costoro, dunque — *i deportatori* — il tramite per cui il ribasso dei prezzi a termine si trascina dietro quello dei prezzi a pronti e la differenza tende ad uguagliarsi al *costo* dell'operazione di deporto.

È così che nella speculazione sulle merci nascono, in sostanza, quelle operazloni di *riporto* e di *deporto*, le quali, viste nella tecnica delle operazioni di borsa, sembrano, anche queste, niente altro che ingegnose combinazioni di puro gioco.

Tutte, in massima, le operazioni che si compiono in borsa sui titoli, sono quelle stesse che si compiono sulle merci; delle quali ultime operazioni è chiara adesso l'origine; esse, come ora vedremo, compiono una importante funzione economica.

30. - La funzione economica della speculazione sulle merci. - Questi singoli operatori, ciascuno dei quali non mira che al proprio interesse, sono gli incoscienti solutori di un grande ed importante problema economico. Così come gl'imprenditori miranti al proprio interesse, risolvono il problema della determinazione dei coefficenti di fabbricazione socialmente più vantaggiosi; gli speculatori risolvono il problema della uniforme distribuzione nel tempo di una produzione il cui getto è saltuario, e il non meno importante problema di facilitare l'adattamento della produzione presente al consumo futuro.

Essi fanno agire gli stocks giacenti come volanti. Ed è una funzione economica importantissima.

31. - Il prezzo di una merce di cui esistono stocks, è come il dislivello della superficie dell'acqua di una vasca sotto il suo orlo nella quale vi sia un rubinetto *P* di immissione (produzione) ed un rubinetto di scarico *C* (consumo).

Per rappresentare la realtà con questo modello, dobbiamo supporre due casi: 1° che il getto del rubinetto *P* non possa, in un certo senso, esser regolato dall'azione dell'uomo (produzione agricola, ad esempio), talchè per mantenere il livello della vasca presso a poco costante, sia necessario che in previsione di una diminuzione di immissione, il rubinetto *C* venga alquanto chiuso, e in previsione di un aumento di immissione, il rubinetto *C* sia maggiormente aperto; 2° che si possa agire sul getto del rubinetto *P* (materie prime manufatte ecc.) talchè per mantenere il livello della vasca presso a poco costante, sia necessario che, in previsione di un maggior consumo, il rubinetto *P* venga alquanto aperto, e in previsione di un minor consumo venga alquanto chiuso.

E' la speculazione l'avvisatrice delle manovre di rubinetto socialmente utili.

32. - Se noi consideriamo (come esempio del primo caso) il commercio del grano, vediamo che, in cifre tonde, occorrono all'Europa 700 milioni di quintali nell'annata, mentre essa non ne produce che 530, i quali non le basterebbero che per nove mesi. I 170 occorrenti le sono forniti da quattro grandi regioni esportatrici di grano.

Il getto nella vasca del mercato europeo avviene come se ci fossero quattro rubinetti, ciascuno dei quali nell'epoca per esso indicata versi le seguenti quantità in milioni di quintali a cominciare dal giugno: il 1° (produzione europea) 530 (mesi 6, 7, 8, 9, 10); il 2° (Stati Uniti e Canadà) 90 (mesi 6, 7, 8); il 3° (Argentina ed Australia) 40 (mesi 12 e 1); il 4° (India) 40 (mesi 2, 3, 4). Si vede che nei mesi di novembre e di maggio i rubinetti della produzione sono chiusi (Fig. 3).

Se il mercato consumasse tutta la sua disponibilità nei mesi di abbondanza, ne verrebbe una vera carestia in alcuni mesi, un'estrema penuria in altri, con oscillazioni di prezzi enormi.

33. - Chi fa che la ripartizione nel tempo sia presso a poco uguale? La speculazione. Essa fa sì che nel periodo *A* dell'abbondanza i prezzi siano più alti di quelli che corrisponderebbero alla quantità disponibile, che perciò si consumi meno, per avere *stocks* a disposizione nel periodo *B* della penuria, con prezzi molto più bassi di quelli che si avrebbero se si fosse ridotti alle sole disponibilità di questo periodo.

Si noti che la speculazione risolve così un problema dinanzi al

quale un ipotetico economista onnisciente non saprebbe procedere diversamente da lei. Questi, per limitare il consumo nel periodo A, non avrebbe altro modo che porre un prezzo adeguato abbastanza alto che limitasse il consumo; prezzo che poi potesse mantenersi, adoperando gli stocks risparmiati, anche nel periodo di penuria. Questo importantissimo problema risolve la speculazione e fa un guadagno quando lo risolve bene, e va incontro a perdite quando lo risolve male: il suo guadagno è collegato al bene sociale che fa.

34. - Come ciò accade? Oggi la vasca è in una data situazione. Tizio, speculatore, prevede che il getto della produzione prossimamente sarà scarso, e che quindi il prezzo aumenterà. Egli, prevedendo dunque un aumento di prezzo, fa delle compre a termine sia sul mercato che fuori, speculando al rialzo per guadagnare la differenza fra il prezzo attuale e il prezzo futuro che prevede maggiore. Se la sua compra a termine è abbastanza estesa, ovvero se sono molti che operano come lui, questa compra ha per effetto un sollevamento del prezzo a termine, e quindi un sollevamento dei prezzi a pronti: il quale ultimo sollevamento sottrae una parte del grano al consumo attuale ed ha per effetto che il rubinetto di uscita si restringa. Se gli speculatori al rialzo non si saranno sbagliati (ed i veri e grandi speculatori hanno un eccellente organamento) realizzeranno un guadagno: il mercato, per l'opera loro, avrà ottenuto di restringere alquanto il consumo attuale, e di compiere il passaggio da un equilibrio provvisorio all'altro con minore sbalzo di prezzo, e, inoltre, di agguagliare le sue disponibilità nei due periodi. Il che significa una grande utilità sociale, perchè, come è facilissimo intendere, per un bisogno che si mantenga costante nel tempo, il massimo di soddisfazione corrisponde alla ripartizione equabile nel tempo dei mezzi atti a soddisfarlo; il che vuol dire che corrisponde al minimo di sbalzi dei prezzi.

35. - Non solo la speculazione non ottiene un guadagno che quando fa previsioni giuste — quando cioè la previsione è di vantaggio al mercato — ma non guadagna se non quando sappia mantenersi nella giusta misura.

Se, infatti, altri speculatori al rialzo in ritardo corrono dietro ai primi e seguitano a speculare al rialzo, per semplice infatuazione e imitazione di ciò che hanno fatto i primi, essi non potranno comprare che al prezzo già aumentato per il fatto delle compere dei primi: le loro compre, inoltre, faranno restringere maggiormente il consumo, aumentare maggiormente gli stocks giacenti; e quindi faranno accrescere le disponibilità pel periodo successivo, in guisa da poter determinare perfino una discesa dei prezzi, non già un ulteriore aumento quale

essi si aspettavano. In previsione del più alto prezzo futuro, i primi speculatori hanno già chiuso alquanto il rubinetto dell'uscita: se gli ultimi, con le loro operazioni, lo fanno chiudere ancora di più, può darsi benissimo che nel nuovo periodo, non ostante il minor getto dei rubinetti di immissione, il livello incominci addirittura a salire, contrariamente all'aspettazione sulla quale questi ultimi hanno speculato.

36. - Solo l'ignoranza del meccanismo delle variazioni nell'equilibrio dei prezzi e dei fatti dinamici che ne derivano, può dar luogo alle tante vuote declamazioni contro il contratto a termine; può dar luogo al pregiudizio secondo il quale questi speculatori al rialzo siano gli *affamatori* del mercato. Essi, lungi dall'affamare il mercato, impediscono che venga affamato dopo, perchè sono il mezzo per cui il mercato aumenta i suoi stocks nei periodi di abbondanza per valersene poi nei periodi della penuria.

Esaminando serenamente le cose, la speculazione al rialzo non è meno utile socialmente allorchè all'abbondanza dei raccolti segua la penuria, di quanto non sia la speculazione al ribasso allorchè alla penuria segua l'abbondanza, come si può dimostrare con ragionamenti analoghi e ricorrendo alla medesima immagine della vasca.

Se il livello di questa è basso (prezzi alti) e la speculazione prevede un'immissione abbondante, essa, per profittarne, vende a termine: queste vendite fanno abbassare i prezzi ed aumentare il consumo (il rubinetto del consumo si apre di più), gli *stocks* giacenti diminuiscono, sicchè il livello della vasca, quando arriva la produzione più intensa, oscilla di meno.

Non è la speculazione che provochi le oscillazioni dei prezzi: essa non fa che prevederli e profittarne: e profittandone, nel suo interesse, ne attenua gli sbalzi e ripartisce in modo più equabile il consumo nel tempo.

La speculazione nell'un caso e nell'altro serve di volante e ne è premiata quando adempia questa funzione, ne è punita quando non l'adempia.

E' puerile condannare i contratti a termine. Ed è puerile esaltare la speculazione al rialzo come patriottica, quando si tratta di titoli nazionali, ed esecrarla quando poi si esercita su derrate.

37. - Negli esempi visti fino ad ora abbiamo considerato la speculazione operante nel primo caso dei due accennati dianzi. La sua funzione è quella di ripartire egualmente nel tempo — agendo, per via dei prezzi, sul rubinetto del consumo — una produzione che ora si allarga ora si restringe.

Nel secondo dei casi accennati dianzi, essa compie un'altra funzione

ancora più complessa: dà il preavviso alla produzione e facilita l'adattamento di questa alla domanda futura. Se la speculazione prevede un maggior consumo futuro, cioè un allargamento del rubinetto *C*, e quindi un abbassamento del livello della vasca e un alzamento di prezzo, essa compra a termine; queste compre fanno aumentare anche il prezzo a pronti. La produzione, la quale non ha altro indice ed altra bussola che il prezzo, è stimolata. Il rubinetto *P* getta di più. Sicchè quando poi avviene l' allargamento del rubinetto *C*, questo fatto dà luogo ad uno sbalzo di livello dell'acqua minore che non sarebbe senza l'opera della speculazione.

Anche qui si può ripetere l' osservazione già fatta, che la speculazione se prevede giusto, ne ha un premio e fa il vantaggio sociale; e se non prevede giusto, ne ha un danno e fa il danno sociale, perchè invece di agevolare l'adattamento della produzione al consumo, l'ostacola. Ed anche qui si può ripetere che gli speculatori i quali agiscono nel senso voluto ma eccedono, venendo per ultimi ed imitando i primi, invece che un vantaggio ne hanno un danno. Infatti se nel caso che qui si considera, intervengono nuovi speculatori che seguitano a comprare e quindi, facendo alzare sempre più il prezzo, stimolano sempre più la produzione; può avvenire che la stimolino tanto, che al momento in cui avviene la variazione di consumo (aumento) il livello della vasca invece di discendere, come essi speravano, si trovi addirittura più alto. Allora questi ultimi speculatori, che hanno stimolato troppo la produzione e sono cagione di turbamenti che abbiamo altrove descritto (*Pr.* 215) sono puniti, con la perdita cui vanno incontro, dei loro eccessi derivanti dalla cieca imitazione di ciò che hanno fatto i primi.

38. - I socialisti credono che un compagno, ministro della produzione, onnisciente, potrebbe compiere da sè solo l' opera cui tendono tanti speculatori, sospinti dal loro interesse con la prospettiva di arricchirsi se prevedono giusto e non eccedono — ed in tal caso nel senso che socialmente è vantaggioso — e di impoverirsi se errano o eccedono. Essi socialisti non pongono mente che se ora, nella produzione così detta *anarchica*, la bussola talvolta non funziona, nella produzione cosidetta « regolata » la bussola non ci sarebbe affatto. Essi non hanno mai meditato e ricercato come avvenga che città di milioni e milioni di abitanti restino giornalmente provviste di quanto occorre ai loro svariatissimi bisogni, mentre il problema di fornire quanto è necessario ad un esercito di poche centinaia di migliaia di uomini, con tutta la previsione sicura che si può fare del suo consumo — perchè è posto a razione — ha tal volta presentato difficoltà enormi e ha posto in condizioni estremamente difficili codesto esercito.

Nella produzione collettivista alla previsione di variazioni di domande e di quantità disponibili, alla *specula*, dovrebbe essere addetta tutta una vasta categoria di funzionari capaci. A stimolare lo zelo dei quali — trattandosi di argomento in cui le conseguenze degli errori di previsione sarebbero socialmente gravissime — potrebbe essere opportuno di rimunerarli con un premio quando facessero previsioni esatte, o infligger loro una pena pecuniaria quando sbagliassero. E chi sarebbero costoro? Nè più nè meno che gli *speculatori*, con altro nome.

39. - La funzione economica della speculazione sui titoli. - La speculazione sui titoli non è diversa, nel suo concetto fondamentale, dalla speculazione commerciale, in genere, che compra merci per venderle con vantaggio in altro tempo o in altro luogo. Una forma di questo commercio è il comprare azioni od obbligazioni con lo scopo di rivenderle con benefizio; e le operazioni che esso compie non sono differenti, in sostanza, dalle operazioni che compie la speculazione sulle merci.

La speculazione esercitata sui titoli — si intende sempre la speculazione sana — non può certo vantare a suo favore quei vantaggi notevoli che essa reca al mercato delle merci con lo attenuare gli sbalzi dei prezzi nel tempo. Anche la speculazione sui titoli questi sbalzi attenua quando si considerino tempi abbastanza lunghi, sebbene nel frattempo li renda più oscillanti; ma qui l'importanza economica di una certa fissità nei prezzi è minore che non sia nelle merci.

La funzione essenziale della speculazione sui titoli è un'altra. L'oggetto principale suo non tanto è costituito dai valori antichi, conosciuti ed apprezzati, quanto dai nuovi, che rappresentano la trasformazione del nuovo risparmio in capitali. Gli speculatori sui valori sono intermediari tra il risparmio e la capitalizzazione, come gli speculatori sulle merci — i commercianti, insomma, nel più eletto senso — sono intermediari fra la produzione ed il consumo.

La speculazione sui titoli serve di bussola per la soluzione pratica di questo problema: ripartire il nuovo risparmio in guisa che — per quanto possibile — dappertutto produca il medesimo tasso di frutto netto, condizione che sappiamo essere essenziale per il conseguimento del massimo di utilità nella capitalizzazione.

40. - Tra le imprese buone e quelle cattive, il mercato non possiede altro criterio che il *dividendo*. Orbene, quand'anche questo dividendo sia sincero, molte sono le difficoltà pratiche per indurre il prezzo del titolo dal frutto netto capitalizzato.

Il *dividendo* non sempre è un criterio sincero, per la manipolazione dei bilanci, la quale può far sì che esso non rappresenti punto lo stato reale dell'azienda. Ma quand'anche sia sincero, vi è l'elemento rischio.

differente da una impresa all'altra ; e vi è inoltre l'elemento *durata* di ogni determinata specie di produzione : altro, ad esempio, è sotto questo aspetto, una impresa produttrice di stoffa, la cui domanda è più o meno permanente, altro è un'impresa produttrice di traversine di ferrovia, la quale può avere una certa durata, ma poi la domanda è destinata a decrescere notevolmente, passato il periodo delle più intense costruzioni ferroviarie.

Che cosa sa di tutto questo il risparmiatore isolato — il quale ha del risparmio da investire — per scegliere quella forma di investimento in cui effettivamente esso possa essere il più produttivo ? Perchè insomma, la ripartizione del risparmio sia quella individualmente e socialmente più utile ?

41. - A questo provvede la speculazione. Intendiamo parlare della speculazione intelligente, onesta e fornita dei mezzi necessari. Della fungaia di incompetenti, di disonesti e di privi di mezzi — pei quali la speculazione degenera in un gioco o in un tentativo di spoliazione altrui — diremo poi.

La speculazione intelligente, onesta e fornita dei mezzi necessari, che cosa fa per guadagnare ? Spia attentamente come vanno le aziende i cui titoli sono quotati in borsa, per prevedere, attraverso ai bilanci ed alle altre informazioni, quali ne saranno le sorti future. Se *prevede* che l'azienda andrà bene, in guisa che oltre l'interesse usuale del capitale, essa realizzi anche un profitto, procura di comprare oggi le azioni di essa per poi venderle più tardi a più alto prezzo e si fa anzi iniziatrice di altre imprese simili. Se prevede che l'azienda andrà male, procura di venderne le azioni oggi per comprarle più tardi a prezzo più basso. Specula, in sostanza, al rialzo comprando, al ribasso vendendo, e facendosi inoltre iniziatrice di buone imprese. Essa accredita le buone imprese, scredita le cattive ; determina l'accorrere del risparmio verso le prime, l'astenersi del risparmio dalle seconde. Se vede giusto, essa guadagna ; se non vede giusto, perde. Ed il suo guadagno collima con una indicazione socialmente utile, che senza di essa mancherebbe : perchè è socialmente utile che il risparmio si porti verso le imprese più produttive, e che queste si diffondano, e quelle meno produttive spariscano.

42. - Ho detto che senza la speculazione mancherebbe un'indicazione socialmente assai utile. Il prezzo di una merce negli equilibri provvisori — che meglio riproducono la realtà — è determinato dalla domanda e dalla quantità esistente : quindi anche senza l'intervento di alcuno, un prezzo si stabilisce.

La speculazione, trattandosi di merce, attenua le oscillazioni dei

prezzi, ma non è un elemento indispensabile per la determinazione del prezzo. Per i titoli essa è anche elemento indispensabile per la determinazione pratica del prezzo. Per i titoli, infatti, non vi è una domanda *specifica* per *ciascuno*: vi è una certa quantità di risparmio che cerca investimento, poco gli importa sia investito in un'impresa o in un'altra, purchè, tenuto conto del rischio e della durata, possa ottenerne il massimo frutto netto.

Questo si traduce nella determinazione di un prezzo per il titolo: alla quale determinazione è intenta la speculazione. Senza di questa, nessuna indicazione di prezzo sarebbe possibile, tranne non vi fosse qualche altra cosa che, con diverso nome, adempisse l'ufficio appunto che la speculazione compie.

Nella produzione collettivista un ministro della produzione onnisciente per ripartire convenientemente il risparmio disponibile a fine di ottenerne il massimo di utilità pei suoi consociati, dovrebbe bene tener conto, oltre che della produttività dei vari impieghi, anche del diverso *rischio* e della diversa *durata* affine di ottenere dappertutto il medesimo frutto netto, per poi indurne quale impiego convenga promuovere e quale no. Se non ci sono gli speculatori della produzione « anarchica » bisogna bene che ci sia chi attenda a questa funzione: e, dunque, anche qui la *specula* sarebbe necessaria. Compito suo sarebbe quello di stimolare quegli impieghi del risparmio nei quali la produttività, tenendo conto del rischio e della durata, sia maggiore; dissuadere da quegli altri nei quali sia minore. In sostanza compito suo sarebbe quello di stabilire qual tasso di reddito *lordo* del risparmio impiegato debba esservi in un'impresa o nell'altra, secondo il diverso rischio o la diversa durata, perchè, ai fini del massimo di utilità sociale, convenga di tenerla in piedi o no.

E' precisamente ciò che fa la speculazione illuminata operando sul prezzo dei titoli. E' una bussola che non sempre funziona bene, certamente. Ma senza la speculazione — o qualcosa di simile — di bussola non ce ne sarebbe addirittura.

43. - L'eccesso di compre o di vendite allo scoperto reca grave turbamento sul mercato. E questo è male grave, senza alcun dubbio, come è male grave nella speculazione sulle merci l'intervento di quegli speculatori che oltrepassano il segno. Ma ciò non costituisce un appunto che possa muoversi alla speculazione seria e provvista di mezzi.

Questa in massima non compra nè vende allo scoperto. Perchè? Semplicemente perchè non le conviene. Chi compra o vende allo scoperto, se ha fatto previsioni sbagliate perde, e se ha fatto previsioni buone finisce col dare ad altri il suo guadagno: per lo meno ciò accade

a chi non si copra in tempo. I guadagni vanno a finire in gran parte a chi realmente possiede il denaro o la merce (o i titoli). Il riporto o il deporto assorbiscono quasi interamente il guadagno degli operatori allo scoperto, che non si siano coperti in tempo.

La fungaia malsana, che si annida in borsa, non deve far cadere nel vecchio errore del condannare l'uso poichè c'è l'abuso. Bisogna domandarsi se la distruzione di ricchezza di cui le borse possono essere causa, non sarebbero ancor maggiori qualora, per ipotesi, la speculazione non esistesse.

III. - Il meccanismo dei pagamenti internazionali con crediti.

44. - Il sistema del pagamento dei debiti fatto con crediti e adottando largamente le compensazioni fra debiti e crediti internazionali, riduce notevolmente i movimenti internazionali della moneta, perchè permette di non ricorrere a questa se non quando sia strettamente indispensabile. Per intendere appieno il meccanismo di tale compensazione, bisogna pensare come se proposito deliberato fosse appunto quello di abolire l'intervento della moneta e pagare tutti i debiti che si hanno verso gli uni con i crediti che si hanno verso di questi e verso gli altri: gli accorgimenti che ne risulterebbero, sono appunto quelli che nella pratica a mano a mano sono sorti o vanno sorgendo ancora e perfezionandosi. Questi accorgimenti, con la conseguente notevole riduzione del bisogno di capitale monetario, costituiscono uno dei progressi maggiori che si siano introdotti nel meccanismo economico ed uno dei maggiori vantaggi del credito.

45. - Per vedere il meccanismo di queste compensanzioni, consideriamo casi a mano a mano più complessi, cominciando dai più semplici.

Se il paese **A**, per esempio, deve pagare la somma S_i di merci importate e riscuotere la somma S_e di merci esportate, non ne deriva punto la necessità, di due correnti metalliche S_i ed S_e in senso inverso: la minore delle due somme può essere interamente compensata con una parte della maggiore.

Il meccanismo della compensazione in questo caso semplicissimo è ben noto. Se **A**, nel complesso, è debitore verso **B**, (cioè $D_a > C_a$) ecco che per tutta l'entità dei suoi crediti l'intervento della moneta è evitato.

46. - Ma **A**, che è debitore verso **B**, può esser creditore verso **C**: e dunque anche la spedizione di moneta per quella differenza può essere in tutto o in parte evitata, quando ci sia modo per **A** di pagare i suoi debiti verso **B** in tutto o in parte anche coi suoi crediti verso **C**.

Sono le ben note operazioni di *arbitraggi*: i banchieri di **A**, (Fig. 4.) che speculano sui cambi, dovendo fornire in **A** della carta su **B**, l'acquistano anche in **C** per metterla a disposizione del mercato **A**. Questo processo, come ben si vede, intanto può essere praticamente applicato, in quanto le tratte di **C** su **B** mandate in **B** a parziale pagamento dei debiti di **A** vi trovino compratori, perchè si debbano pagare debiti da **B** a **C**.

47. - E quando questi rapporti fra **B** e **C** non ci sono? Può bene accadere che **A** sia debitore di **B** e creditore di **C**, ma che fra **B** e **C** non ci siano rapporti di credito e debito, ossia in **C** non ci siano tratte su **B** (Fig. 5).

B e **C** in questo caso, che non sono in relazioni di affari tra loro, sono di solito, come **A**, in relazioni di affari con una piazza **I** (Londra per es.), sicchè dappertutto vi sono, o si creano, tratte su **I**, e dappertutto esse trovano compratori. **A**, in pagamento dei suoi crediti verso **C**, riceve tratte su **I** e le passa a **B** in pagamento, e **B** trova facilmente a venderle a chi ne ha bisogno per eseguire qualche pagamento in **I**.

48. - Perchè le altre nazioni fanno di Londra il centro delle loro operazioni di banca?

La ragione essenziale è che l'Inghilterra è in relazioni di esportazioni con tutto il mondo. Dappertutto c'è bisogno di carta pagabile in Inghilterra, cioè di carta inglese per pagare le importazioni che vengono dall'Inghilterra: quindi la carta inglese è dappertutto facilmente negoziabile.

Questa posizione privilegiata di Londra nel mercato monetario è, dunque, dovuta al fatto che dappertutto essa esporta: è dovuta al fatto essenzialmente che essa ha prodotti i quali costituiscono materia di esportazione per tutto il mondo. Il centro bancario è tale appunto perchè è al fastigio della evoluzione economica.

49. - Ma talora può darsi che il debito e il credito tra due nazioni si pareggino, ma non coincidano nelle scadenze, per il fatto che le importazioni e le esportazioni non avvengono nella stessa stagione. Supponiamo, per es. un paese agricolo principalmente produttore di grano, e che per esso le esportazioni nell'annata pareggino le importazioni di prodotti industriali nell'annata. Ma siccome questo paese durante l'anno importa continuamente, come fa dunque a pagare con

crediti le importazioni, se questi non si accendono per esso che all'epoca del raccolto soltanto? Mentre durante l'anno non possiede crediti per fare con crediti il pagamento delle sue importazioni, all'epoca del raccolto si ammassano questi crediti nelle sue mani. E dunque se non vi fosse un espediente, durante tutto l'anno ci sarebbe esodo di moneta (le poche tratte disponibili in paese, essendo molti i debiti da pagare, si alzerebbero presto ad un prezzo maggiore del punto superiore dell'oro) per esserci poi una forte entrata di moneta all'epoca del raccolto (le molte tratte disponibili, non trovando compratori, essendo molto meno i debiti da pagare, scenderebbero sotto il punto inferiore dell'oro). Quindi una continua uscita di moneta da un raccolto all'altro, con una subitanea e cospicua entrata subito dopo il raccolto, con gravi perturbazioni di prezzi ed escursioni dei cambi per tutto il percorso dal punto superiore al punto inferiore dell'oro. Nè si potrebbe ovviare a questo regolando opportunatamente le scadenze, perchè gli effetti di commercio non possono avere una durata tanto lunga come quella che sarebbe necessario dare agli effetti accesi subito dopo il raccolto in guisa da rimandarne la scadenza al raccolto successivo.

Orbene anche a questo si trova il ripiego per mezzo delle così dette *cambiali finanziarie*.

I banchieri del paese agricolo **A**, del nostro esempio, in attesa del raccolto, fanno delle tratte puramente bancarie sui banchieri dell'altro paese I, e mettono queste tratte a disposizione degli importatori del paese **A**, con le quali costoro pagano le loro importazioni.

Quando poi viene il raccolto e nel paese **A** si creano per l'esportazione di esso molte tratte su **I**, allora i banchieri di **A** le comprano e spedendole in **I**, liquidano gli impegni assunti allo scoperto verso I.

50. - Spogliato del suo aspetto formale che vela un po' la sostanza della cosa, tale procedimento — con il quale anche in questo caso si viene ad evitare il movimento di moneta nel duplice senso — a che cosa si riduce? È come se ai banchieri di **I** si dicesse: durante l'anno pagate voi i vostri connazionali che ci spediscono prodotti industriali, e al momento del raccolto fatevi saldare il conto dagli altri vostri connazionali ai quali noi spediremo il raccolto. Insomma i banchieri del paese industriale, dovendo dar moneta alla presentazione di questi effetti, fanno il servizio di cassa, diremo così, che diversamente dovrebbe fare con moneta il paese agricolo (1).

---

(1) — Talvolta l'operazione vien fatta dalle stesse case esportatrici di **A**. In tutto il periodo che corre tra un raccolto e l'altro, esse traggono cambiali sull'estero prima che i prodotti siano spediti, se le fanno accettare in anticipazione e vendono queste cam-

51. - Queste cambiali finanziarie hanno tutta l'apparenza di cambiali di *comodo* e sono viste talvolta di mal occhio; tuttavia se presentano qualche inconveniente, di cui ora diremo, sono assai utili, perchè evitano forti oscillazioni dei cambi in aumento o in ribasso e forti oscillazioni dei prezzi, ed evitano anche le spese e i rischi della doppia corrente di moneta.

Sono evidenti i vantaggi della funzione agguagliatrice nei cambi che esercitano questa offerta di tratte scoperte in momenti di cambio alto, e la domanda di tratte effettive, per liquidare quelle scoperte, nel momento di cambio basso: è arrestata ed attenuata l'uscita continua dell'oro nel primo periodo, l'entrata subitanea nel secondo, l'ascensione eccessiva dello sconto nel primo periodo, la rapida depressione nel secondo.

52. - Quale è l'interesse individuale che spinge le banche che fanno questa vera speculazione sui cambi ad esercitare tale provvida funzione?

Durante il periodo in cui vendono tratte allo scoperto, i banchieri possono ottenere dalla loro carta (ridotta a vista, con detrazione dello sconto) un prezzo che è eguale al punto superiore dell'oro (o di poco inferiore se vi è concorrenza fra essi); e nel momento del raccolto, in cui comprano le tratte effettive, le possono acquistare ad un prezzo uguale al punto inferiore dell'oro (o di poco superiore se vi è concorrenza fra essi): si avvantaggiano quindi della escursione fra i due punti dell'oro su tutta la carta emessa; il che è specialmente importante per paesi distanti fra loro, per quali i punti dell'oro presentano notevole divario: si avvantaggiano, in sostanza, di quello che, diversamente, sarebbe doppia spesa di trasporto dell'oro.

53. - Quali inconvenienti tali effetti allo scoperto possono rappresentare?

Anzitutto essi possono dar luogo ad abusi, quando non siano creati per questa utile funzione specifica, ma semplicemente per procurarsi denaro, come si farebbe con un effetto di *comodo* qualsiasi. Ma a parte che gli inconvenienti risultanti da tale possibile abuso non eguagliano i vantaggi che si traggono dal loro uso, non è difficile scoprire la creazione abusiva a chi è pratico dei numerosi particolari della banca internazionale.

Un effetto veramente dannoso all'economia del paese queste cam-

---

biali alle case importatrici di A. E' come se le case importatrici di I, anticipando il prezzo del raccolto, si assumessero frattanto esse di pagare gli esportatori di I fra un raccolto e l'altro.

biali possono produrre quando non si tratti di casi come quelli da noi illustrati (in cui lo squilibrio della bilancia sia puramente temporaneo e vi siano soltanto delle differenze nelle epoche di maturazione delle ragioni di credito e di debito), ma si tratti invece proprio di situazione di debito e di cambio sfavorevole.

In una situazione simile non c'è altro riparo che quello naturale e necessario di importare meno ed esportare più; per la qual cosa occorre quel deprezzamento di merci onde il cambio sfavorevole cura automaticamente sè stesso. Allora queste cambiali finanziarie creano una abbondanza artificiale di mezzi di circolazione, che si oppone al movimento necessario dei prezzi. E' in certa guisa come se proprio in quel momento ci fosse una emissione straordinaria di biglietti di banca.

IV. - " Index-numbers „ e " purchasing-power „.

54. - In tempi diversi *t* e *t'* la medesima quantità di moneta, poichè i prezzi sono differenti nell'un tempo e nell'altro, non permette di ottenere che quantità differenti di beni: ossia in tempi diversi, diverso è pure *il potere di compra* della moneta (*purchasing-power,* come dicono gli inglesi; *p. c.* come diremo noi per brevità sempre in seguito).

A questa concezione alquanto vaga si conferisce grande precisione, dandole carattere quantitativo.

Le variazioni dei prezzi, nell'intricato complesso delle condizioni che li determinano, possono avere molteplici cause. I prezzi, inoltre, non variano nel tempo tutti nello stesso senso, e con la stessa intensità: se essi, nella loro dinamica, variassero tutti nello stesso senso e proporzionalmente, il problema di conoscere qual somma di moneta occorre in un tempo *t'*, rispetto a quella che era necessaria nel tempo *t* per ottenere la stessa combinazione di beni in numero e quantità, sarebbe molto semplice e si ridurrebbe alla moltiplicazione per quel medesimo fattore esprimente la variazione proporzionale di tutti i prezzi. Ma appunto perchè le variazioni dei prezzi non sono proporzionali, nasce il problema di cui qui ci occuperemo.

55. - Per la composizione dei consumi si può prendere per base quella del tempo *t* o quella del tempo *t'*. Si faccia in un modo o nell'altro, si va sempre incontro ad una imperfezione, perchè i consumi del tempo *t* e quelli del tempo *t'* possono differire in quantità e qua-

	I	II	III	IV
Cereali e carni. . . .	500	600	602	563
Altri alimenti	300	407	367,5	355
Tessili.	500	536,5	631	642
Minerali	400	460	540	491
Varia	500	580,5	606,5	572
Totale.	2200	2586	2747	2623

Dalla tabella si vede che il livello dei prezzi è andato crescendo dalla data d'origine, con accenno di discesa alla fine del 1913; e che il potere di compra della moneta, o pure il prezzo della moneta in prodotti, è andato diminuendo, con accenno di aumento alla fine del 1913.

58. - Noi possiamo concepire un livello medio dei prezzi in ogni momento, e fare anche confronti fra momenti diversi, purchè ci riferiamo sempre alla medesima massa di beni in numero, qualità e quantità, e purchè, come ora vedremo, da un momento all'altro non cambiamo le *unità* nelle quali sono misurate le quantità dei singoli beni.

Per livello medio dei prezzi si può assumere

$$P = \frac{R_a p_a + R_b p_b + \dots}{R_a + R_b + \dots}.$$

Evidentemente bisogna nei confronti tra un momento e l'altro, non cambiare le unità di misura delle quantità, perchè se col variare di queste il numeratore della frazione non cambia, cambia però il denominatore.

Se il livello medio dei prezzi è P (s'intende sempre che ci riferiamo a quella certa combinazione di beni R_a R_b ...), vuol dire che con una unità di moneta si può ottenere una frazione $\frac{1}{P}$ di quella combinazione: infatti per comprarla tutta ci vuole una quantità di moneta $R_a p_a + R_b p_b + \dots = P(R_a + R_b + \dots)$ e quindi con un'unità di moneta si può avere x dato dà $P(R_a + R_b + ..) : R_a + R_b + .. = 1 : x$; ed $x = \frac{1}{P}$.

La reciproca, dunque, del livello medio dei prezzi, noi — con le avvertenze e le specificazioni più volte ripetute — possiamo definirla

essi si aspettavano. In previsione del più alto prezzo futuro, i primi speculatori hanno già chiuso alquanto il rubinetto dell'uscita : se gli ultimi, con le loro operazioni, lo fanno chiudere ancora di più, può darsi benissimo che nel nuovo periodo, non ostante il minor getto dei rubinetti di immissione, il livello incominci addirittura a salire, contrariamente all'aspettazione sulla quale questi ultimi hanno speculato.

36. - Solo l'ignoranza del meccanismo delle variazioni nell'equilibrio dei prezzi e dei fatti dinamici che ne derivano, può dar luogo alle tante vuote declamazioni contro il contratto a termine ; può dar luogo al pregiudizio secondo il quale questi speculatori al rialzo siano gli *affamatori* del mercato. Essi, lungi dall'affamare il mercato, impediscono che venga affamato dopo, perchè sono il mezzo per cui il mercato aumenta i suoi stocks nei periodi di abbondanza per valersene poi nei periodi della penuria.

Esaminando serenamente le cose, la speculazione al rialzo non è meno utile socialmente allorchè all'abbondanza dei raccolti segua la penuria, di quanto non sia la speculazione al ribasso allorchè alla penuria segua l'abbondanza, come si può dimostrare con ragionamenti analoghi e ricorrendo alla medesima immagine della vasca.

Se il livello di questa è basso (prezzi alti) e la speculazione prevede un'immissione abbondante, essa, per profittarne, vende a termine : queste vendite fanno abbassare i prezzi ed aumentare il consumo (il rubinetto del consumo si apre di più), gli *stocks* giacenti diminuiscono, sicchè il livello della vasca, quando arriva la produzione più intensa, oscilla di meno.

Non è la speculazione che provochi le oscillazioni dei prezzi: essa non fa che prevederli e profittarne: e profittandone, nel suo interesse, ne attenua gli sbalzi e ripartisce in modo più equabile il consumo nel tempo.

La speculazione nell'un caso e nell'altro serve di volante e ne è premiata quando adempia questa funzione, ne è punita quando non l'adempia.

E' puerile condannare i contratti a termine. Ed è puerile esaltare la speculazione al rialzo come patriottica, quando si tratta di titoli nazionali, ed esecrarla quando poi si esercita su derrate.

37. - Negli esempi visti fino ad ora abbiamo considerato la speculazione operante nel primo caso dei due accennati dianzi. La sua funzione è quella di ripartire egualmente nel tempo — agendo, per via dei prezzi, sul rubinetto del consumo — una produzione che ora si allarga ora si restringe.

Nel secondo dei casi accennati dianzi, essa compie un'altra funzione

ancora più complessa: dà il preavviso alla produzione e facilita l'adattamento di questa alla domanda futura. Se la speculazione prevede un maggior consumo futuro, cioè un allargamento del rubinetto *C*, e quindi un abbassamento del livello della vasca e un alzamento di prezzo, essa compra a termine; queste compre fanno aumentare anche il prezzo a pronti. La produzione, la quale non ha altro indice ed altra bussola che il prezzo, è stimolata. Il rubinetto *P* getta di più. Sicchè quando poi avviene l' allargamento del rubinetto *C*, questo fatto dà luogo ad uno sbalzo di livello dell'acqua minore che non sarebbe senza l'opera della speculazione.

Anche qui si può ripetere l' osservazione già fatta, che la speculazione se prevede giusto, ne ha un premio e fa il vantaggio sociale; e se non prevede giusto, ne ha un danno e fa il danno sociale, perchè invece di agevolare l'adattamento della produzione al consumo, l'ostacola. Ed anche qui si può ripetere che gli speculatori i quali agiscono nel senso voluto ma eccedono, venendo per ultimi ed imitando i primi, invece che un vantaggio ne hanno un danno. Infatti se nel caso che qui si considera, intervengono nuovi speculatori che seguitano a comprare e quindi, facendo alzare sempre più il prezzo, stimolano sempre più la produzione; può avvenire che la stimolino tanto, che al momento in cui avviene la variazione di consumo (aumento) il livello della vasca invece di discendere, come essi speravano, si trovi addirittura più alto. Allora questi ultimi speculatori, che hanno stimolato troppo la produzione e sono cagione di turbamenti che abbiamo altrove descritto (*Pr.* 215) sono puniti, con la perdita cui vanno incontro, dei loro eccessi derivanti dalla cieca imitazione di ciò che hanno fatto i primi.

38. - I socialisti credono che un compagno, ministro della produzione, onnisciente, potrebbe compiere da sè solo l' opera cui tendono tanti speculatori, sospinti dal loro interesse con la prospettiva di arricchirsi se prevedono giusto e non eccedono — ed in tal caso nel senso che socialmente è vantaggioso — e di impoverirsi se errano o eccedono. Essi socialisti non pongono mente che se ora, nella produzione così detta *anarchica*, la bussola talvolta non funziona, nella produzione cosidetta « regolata » la bussola non ci sarebbe affatto. Essi non hanno mai meditato e ricercato come avvenga che città di milioni e milioni di abitanti restino giornalmente provviste di quanto occorre ai loro svariatissimi bisogni, mentre il problema di fornire quanto è necessario ad un esercito di poche centinaia di migliaia di uomini, con tutta la previsione sicura che si può fare del suo consumo — perchè è posto a razione — ha tal volta presentato difficoltà enormi e ha posto in condizioni estremamente difficili codesto esercito.

livello generale dei prezzi in moneta, sia dappertutto lo stesso ed eguale a quello dei paesi a miniere; perchè, evidentemente, se in **A** questo livello dei prezzi è più alto che in **B** ci sarà trasferimento di prodotti da **B** in **A** e trasferimento di moneta da **A** in **B**.

69. - Si noti: col dire che condizione dell'equilibrio monetario è l'eguaglianza del livello dei prezzi, non si intende dire che i *singoli prezzi* siano dappertutto eguali, e non si intende dire che lo scambio di prodotti fra paese e paese sia distrutto; si intende soltanto dire che questi scambi internazionali in uno stato di perfetto equilibrio monetario si fanno senza trasferimenti di moneta; l'eguaglianza del livello dei prezzi in **A** ed in **B** non esclude che in **A** alcuni prodotti abbiano un prezzo inferiore che in **B** e viceversa; non implica, cioè, che non vi possa essere una corrente di prodotti dall'uno all'altro e viceversa.

70. - Il divario fra **A** e **B** nel livello dei prezzi affinchè effettivamente ci sia un'uscita di prodotti da **B** ed un' uscita di moneta da **A**, dev'essere tale da superare la somma delle spese di trasporto della moneta da **A** in **B** e dei prodotti nell'altro senso, da **B** in **A**. Non basta, dunque, che ci sia una differenza del livello dei prezzi, e quindi una differenza del *p. c.*; è necessario anche che il dislivello sia per lo meno uguale all'ammontare delle spese di trasporto della moneta in un senso e dei prodotti nell'altro. Ossia, dunque, l'equilibrio monetario non è turbato se le variazioni del *p. c.* non raggiungono questi limiti; ossia, ancora, non bisogna parlare di *livello* di equilibrio, ma di *fascia di livello* di equilibrio; e quindi in ciascun mercato possono accadere, entro certi limiti, delle oscillazioni del livello generale dei prezzi, senza che ciò affetti la distribuzione internazionale della moneta, e quindi il livello dei prezzi degli altri paesi.

Naturalmente questa possibilità di oscillazioni autonome che non influiscono sugli altri paesi, si restringe in limiti sempre più angusti e si tende sempre più ad un reale agguagliamento del livello generale dei prezzi, quanto più, per il progresso dei mezzi di trasporto, diminuisce il loro costo (1).

---

(1) — In questa illustrazione della legge di tendenza della distribuzione dei metalli preziosi fra i vari paesi, abbiamo finora fatto astrazione della circolazione fiduciaria. Orbene, in un sistema di circolazione fiduciaria che sia veramente tale (dei paesi che hanno circolazione avariata tratteremo a parte), i metalli preziosi si distribuiscono fra i paesi in modo che le riserve metalliche da essi costituite (in relazione ai sistemi bancari vigenti in ciascun paese) siano sufficienti a sorreggere una circolazione fiduciaria tale, che il *p. c.* tenendo sempre conto delle spese di trasporto e di quanto è detto nel N. 70, sia dappertutto lo stesso ed eguale a quello che si ha nei paesi a miniere.

71. - Da ciò si comprende che — in determinati limiti ben si intende — il commercio internazionale non può alterare stabilmente la distribuzione internazionale dei metalli preziosi.

Supponiamo che lo Stato **A**, importando merci dall'estero per una somma superiore alle sue esportazioni (tenendo conto anche delle ragioni di credito e debito che abbia per altre cause), debba pagare la differenza in moneta.

Orbene la diminuzione di questa in **A** vi eleverà il *p. c.* e vi farà ribassare i prezzi : e questo avrà per effetto di permettere ora esportazioni che prima non erano possibili ; sicchè la moneta andata via prima, vi ritornerà dopo: in ultima analisi la maggior importazione di prima vi sarà pagata con una maggiore esportazione dopo. Sicchè l'intervento dei metalli preziosi è sempre temporaneo e non distrugge il principio fondamentale che i prodotti si scambiano coi prodotti.

72. - Non solo ; ma anche tutte le operazioni di prestiti, di pagamenti di interessi ecc, fra paesi e paesi in definitiva si fanno con prodotti. Contentandoci, per ora, di una spiegazione grossolana, che avremo campo di precisare a mano a mano, nei suoi particolari, se la Francia (per esempio) presta 500 milioni di franchi all'Italia in moneta (vedremo che in moneta, per cifre grosse, anche volendolo, non si potrebbe) i prezzi delle merci calano in Francia e aumentano in Italia ; il *p. c.* sale in Francia e si abbassa in Italia, e l'equilibrio nella distribuzione dei metalli preziosi non si ristabilisce fintanto che la Francia non ci abbia mandato 500 milioni in prodotti, riprendendosi i 500 milioni spediti in oro : in sostanza il prestito è fatto con prodotti. Così poi, quando si debbono pagare gli interessi : il processo allora s'inverte. L'Italia, supponiamo, deve dare venticinque milioni di franchi, i quali, se pagati in oro, fanno sorgere un disquilibrio di *p. c.* e di livello di prezzi, e quindi una esportazione in più di prodotti italiani in Francia : per il che i venticinque milioni in oro rientrano in Italia : sicchè anche il pagamento degli interessi vien fatto in definitiva con esportazione di prodotti. Dunque, come dicevamo, non soltanto i prodotti si scambiano con prodotti, ma anche i prestiti, i pagamenti di interessi ecc. si fanno in definitiva con prodotti.

73. - Questo ragionamento è elegante nella sua classica semplicità. Ma per amore di semplicità appunto, altera alquanto la realtà.

Sembrerebbe infatti da questo ragionamento che il pagamento — eseguito sia pure in definitiva con prodotti — sia preceduto da un pagamento fatto con moneta, e che questa poi rientri, ristabilendo l'equilibrio monetario.

Nella realtà il fenomeno si svolge in modo che questa uscita e

in via d'esempio, cresca il movimento di affari, allora se il sollevamento del *p. c.* in Francia è abbastanza forte da oltrepassare la fascia d'equilibrio Inghilterra — Francia, un afflusso d'oro va dall'Inghilterra alla Francia; e se il movimento è abbastanza forte che, in seguito a ciò, il *p. c.* in Inghilterra salga al disopra della fascia d'aquilibrio Inghilterra — Transvaal, allora una corrente di metallo si diparte dal Transvaal, che va a reintegrare le masse metalliche inglesi intaccate dalla Francia.

77. - Supponiamo ora un ribasso del costo di produzione del metallo prezioso dipendente dalla scoperta di miniere aurifere molto feconde nel Transvaal.

Qui avverrà una diminuzione, del *p. c.* (un aumento del livello generale dei prezzi); se questa diminuzione del *p. c.* nel Transvaal è abbastanza forte, una maggior quantità d'oro prenderà la via dell'Inghilterra abbassandovi il *p. c.* ed elevandovi il livello generale dei prezzi. Il quale aumento di prezzi, nei rapporti fra Inghilterra e Francia, stimolerà — se è abbastanza forte — un esodo d'oro dalla prima; il quale oro giunto in Francia, vi farà sollevare i prezzi, deprimendo anche colà il *p. c.* Così la depressione del *p. c.* (aumento del livello dei prezzi) dal Transvaal, pel tramite dell'Inghilterra, si comunicherà a tutti gli altri paesi.

78. - Questo è precisamente ciò che avviene al giorno di oggi ogni qual volta si scoprano feconde miniere d'oro. in paesi nuovi E' precisamente ciò che avvenne nei tempi passati dopo la scoperta dell'America.

Provenienti nella massima parte dalle colonie spagnuole, i metalli preziosi giungevano pei primi in Ispagna, vi provocavano un grande rialzo di prezzi che era cagione dell'uscita del metallo verso gli altri paesi, successivamente diffondendosi in Francia, in Germania, in Inghilterra, provocando ovunque al loro passaggio, col depositare una parte di sè stessi, quel rialzo di prezzi che venne a poco a poco a propagarsi in tutti i paesi del mondo.

79. - Questi pochi esempi di dinamica monetaria bastano a dimostrare come ogni mutamento nelle condizioni economiche di un paese, porti un'alterazione più o meno profonda nella distribuzione dei metalli preziosi; e come accanto alle correnti monetarie principali che si dipartono dai paesi a miniere verso i paesi che con questi si trovano in diretti rapporti di scambio e che di qui si diffondono a distribuire in tutti i paesi del mondo le nuove produzioni di metallo prezioso; vi sono pure correnti secondarie, che ora in un senso, ora nell'altro, muo-

vono tra i vari paesi a ristabilire l'equilibrio monetario ogni qual volta venga turbato.

80. - Questo meccanismo automatico pel quale i metalli preziosi si distribuiscono tra i vari paesi in relazione ai bisogni, provocando la produzione dell'oro delle miniere, quando occorra, ha un indice esteriore in quanto avviene all'interno, per dire così; il quale indice è dato dal corso dei cambi, perchè l'uscita e l'entrata d'oro da un paese non sono possibili che col salire del cambio sfavorevole fino oltre il punto superiore dell'oro e col discendere di quello favorevole fin sotto il punto inferiore dell'oro.

81. - Ma un altro fatto importante bisogna segnalare in questa dinamica, e si connette alle variazioni del saggio dello sconto.

Gli scambi tra paesi non sono costituiti soltanto da prodotti e moneta: ma anche da titoli e da cambiali. Come il sollevamento del *p. c.* fa da pompa aspirante di moneta pel tramite dell'esportazione di prodotti, il sollevamento dello sconto fa da pompa aspirante di moneta pel tramite della esportazione di titoli e di cambiali che si deprezzano.

Ora sollevamento del *p. c.* e sollevamento del saggio dello sconto sono fenomeni che generalmente si accompagnano. Come vedremo a suo tempo, vi è un saggio d'equilibrio normale dello sconto, e corrisponde a quella che chiamammo *circolazione normale*; quando, pei cambiamenti dinamici che intervengono nel mercato, la circolazione diventa inferiore alla normale, il *p. c.* si eleva al disopra del costo della moneta e si abbassa nel caso inverso. Le rarefazioni o le congestioni di riserve metalliche sono sempre accompagnate da rialzi al di sopra o da ribassi al disotto dello sconto normale. Questo perchè nel primo caso le banche devono restringere la loro circolazione, essendosi assottigliate le riserve metalliche, e ciò non possono ottenere che limitando il loro portafoglio, cioè aumentando il saggio dello sconto; e nel secondo possono allargare la loro circolazione, disponendo di più ampie riserve, e ciò ottengono ribassando il saggio dello sconto.

Ora nelle tensioni monetarie, a ristabilire l'equilibrio, sono messe in moto non solo col sollevarsi del *p. c.* le esportazioni di prodotti, ma anche, col sollevarsi del saggio dello sconto, le esportazioni di titoli e le esportazioni di cambiali. Sicchè il rialzo del saggio dello sconto in un paese altera, anche per questa via, in alcuni casi, e più o meno, la distribuzione dei metalli preziosi in tutti gli altri. Quando, infatti, il paese **F** alza il saggio dello sconto, deve farlo anche **I** per difendere le sue riserve: **I** è il paese cui mettono capo le correnti d'oro dei paesi a miniere. Ora quando **I** solleva il saggio dello sconto, provoca con ciò un restringimento della propria circolazione fiduciaria, cioè di

quel *C* della solita bilancia. Questo restringimento se dura abbastanza, in guisa da influire sul livello dei prezzi di I abbassandoli, ossia sul *p. c.* sollevandolo, provoca da T una maggior corrente metallica verso I. Quindi il semplice fatto del sollevamento del saggio dello sconto in F, ha avuto per effetto, pel tramite di un sollevamento del saggio in I, di stimolare in T la produzione dei metalli preziosi e di mettere in moto una corrente che da T si dirige ad I, vi determina il ribasso del saggio dello sconto e dopo avervi depositato il metallo necessario, si rivolge, frazionandosi in varii rigagnoli, verso i paesi in cui lo sconto è ancora elevato.

82. - Di alcune correnti periodiche. - Tra paese e paese, tra continente e continente scorrono oggi correnti monetarie cospicue, che pel loro ricorso regolare possono chiamarsi periodiche. Sono dovute alla contemporanea esistenza di paesi agricoli e di paesi industriali. I paesi industriali devono provvedersi di materie prime e di viveri dai paesi agricoli, mentre questi, a loro volta, devono provvedersi di manufatti dai primi. Donde due correnti commerciali, in senso opposto; le quali non essendo fra loro simultanee, non possono essere compensate, cioè saldate dalle tratte reciproche.

Infatti nei paesi agricoli i raccolti si maturano generalmente verso l'autunno; aumentando ad un tratto le quantità di merci da fare circolare, si richiede un aumento di moneta: la quale vi dev'essere importata dall'estero. Sicchè verso l'autunno i paesi agricoli suscitano un improvviso esodo di oro dai paesi industriali. La qual moneta poi — ultimate le operazioni e la vendita dei raccolti — emigra in senso contrario verso i paesi industriali, in pagamento dei manufatti di cui i paesi agricoli hanno bisogno (e dei dividendi che devono pagare ai possessori del risparmio in essi investiti). E' vero che ad evitare queste duplici trasmissioni di metallo — dovute alla mancanza di simultaneità dei debiti e dei crediti — i banchieri dei paesi agricoli e dei paesi industriali traggono *cambiali bancarie* gli uni sugli altri; ma tuttavia ciò non riesce ad evitare totalmente le duplici trasmissioni di metallo.

83. - Quando giunge l'autunno e si maturano i raccolti in America, vi crescono i bisogni monetari. Si ha un *drain* d'oro inglese che attraversa l'Atlantico: queste rimesse d'oro costituiscono il saldo anticipato dei grani e del cotone che l'America, terminati i raccolti, spedisce all'Europa.

Compiuti i raccolti, c'è negli Stati Uniti esuberanza d'oro, la quale a mano a mano si assottiglia per il pagamento dei prodotti che arrivano dall'Europa, e viene esaurita verso la primavera successiva: allora a New York il cambio su Londra diventa sfavorevole, tanto più che

come « *potere di compra* » dell'unità di moneta, o *prezzo della moneta in prodotti*, che è lo stesso.

59. - Noi nei « *Principii* » abbiamo sempre adoperato una curva del prezzo della moneta in *numerario.*

Possiamo adesso chiarire meglio questo concetto, sostituendo al prezzo della moneta in numerario quello del prezzo della moneta *in prodotti.*

Supponiamo, per un momento, un mercato chiuso a miniere, in equilibrio. Sulla base dei soliti dati iniziali (quantità dei servizi produttori di cui ciascun individuo è in possesso, gusti, stato della tecnica) la quantità di capitale monetario prodotto e domandato è determinato come tutte le quantità economiche (è determinato pure il prezzo del suo uso — lo sconto).

E tra le equazioni del sistema compare anche quella dell'eguaglianza, per la moneta, del suo prezzo al suo costo di produzione.

Vi sarà dunque nel mercato che consideriamo una certa quantità di moneta O M (Fig. 6) ed una certa serie di prezzi di equilibrio: e vi sarà, per conseguenza, un certo livello dei prezzi in moneta *P.* Quindi un certo prezzo della moneta in prodotti $\frac{1}{P}$, potere di compra: sia *MA*.

Ma noi possiamo considerare la moneta come una quantità *data,* togliendo la condizione dell'eguaglianza del suo prezzo al suo costo; si avrà allora per ogni quantità di moneta data, una serie di prezzi che n moneta saranno maggiori se la quantità data è maggiore di *O M*, e minori se la quantità è minore; ossia per ogni quantità di moneta, supposta data, ci sarà un certo *p. c*, decrescente col crescere della quantità di moneta. Il luogo dei punti *A* è, per quel mercato, e in quelle condizioni che corrispondono ai dati iniziali (quantità di capitali posseduti ecc) l'indicazione grafica del modo come varia il *p. c.* col variare delle quantità di moneta. Di tutte le quantità di moneta, quella *O M*, che corrisponde alla condizione, anche per la moneta, del prezzo eguale al costo, e che è la posizione di equilibrio stabile, noi diciamo essere la circolazione *normale.*

Sulla natura della curva non facciamo alcuna ipotesi: ci basta sapere che è decrescente: è la stessa curva — più rigorosamente definita ora — che nei « *Principii* » abbiamo chiamata del prezzo della moneta in *numerario*: sappiamo adesso (Fig. 7) che *OM*, prezzo della moneta in prodotti quando la quantità di essa è *M N*, è la reciproca del livello generale dei prezzi, $\frac{1}{P}$.

60. - Noi abbiamo supposto un paese a miniere, chiuso, ed abbiamo definito la *circolazione normale* — l'equilibrio a cui si tende — come quella per la quale il prezzo della moneta è uguale al suo costo di produzione; per la quale, in sostanza, si hanno con l'unità di moneta tanti beni quanti occorrono a fabbricarla. E se non siamo in un paese a miniere?

Allora il metallo è una merce di importazione come un'altra, e tralasciando, per semplicità, la domanda dell'oro come merce per gli usi non monetari (se ne potrebbe facilmente tener conto) per limitarsi agli usi monetari soltanto, la quantità che un paese **I** ne importa è data dalla Fig. 8, in cui è tenuto conto anche della quantità già esistente. Nella figura sono rappresentate le due curve monetarie. Per **I** al bisogno di moneta *a m* provvede in parte lo stock esistente ed in parte (*a b*) l'importazione da **E**; per **E** al bisogno di moneta *m c*, provvede in parte lo stock esistente, in parte la produzione, la quale provvede pure alla quantità *c d* che si esporta in **I**. Dalla figura si vede pure che non soltanto in **E**, ma anche in **I** (fatta astrazione delle spese di trasporto) il prezzo della moneta si ragguaglia al costo marginale di produzione, e che questo influisce anche sul prezzo di tutt. lo stock esistente. Ma si vede anche quanto sia inesatto definire il prezzo della moneta in **E** col solo costo di produzione, ed in **I** col cosìdetto « costo della esportazione » necessario a procurarsi la moneta, la quale concezione è assai vaga e indeterminata.

61. - Il così detto *valore della moneta* (più precisamente il suo *purchasing-power* nel modo dinanzi definito in guisa non equivoca) dipende, come ben sappiamo, da una quantità grandissima di circostanze. Ma anche a voler semplificare, si deve dire qualche cosa di più complesso di quanto non sia il costo di produzione ed il costo di esportazione, ed anche si può dire qualche cosa di più semplice che non sia la doppia formula. Dire, cioè, che in **E**, il valore della moneta (il *p. c.*) dipende dal costo di produzione, dalla domanda propria, dalla domanda dei paesi che ne importano, dalle quantità già esistenti e dalle spese di trasporto; e che anche in **I** sono queste medesime complesse condizioni che determinano il valore della moneta. Questo che ora abbiamo detto, non è che la traduzione in linguaggio comune del grafico della Fig. 8.

62. - Indicato così schematicamente l'equilibrio monetario, vediamo alcuni fatti dinamici.

Tra i vari cambiamenti dinamici, tre categorie meritano speciale attenzione (che diremo cambiamenti α, β, γ) cioè:

nella massima parte, ma con prodotti e con crediti (questi ultimi derivanti da esportazioni di prodotti o da altri motivi di avere) spiega l'altro fatto per sè singolare, che non sempre cioè i paesi più largamente prestatori dispongano altresì delle maggiori riserve metalliche. Tale appunto è il caso dell'Inghilterra. I paesi largamente prestatori sono i paesi industriali molto evoluti, che dispongono di un notevole risparmio annuo e che hanno un basso saggio d'interesse in patria, perchè la produttività nazionale del risparmio vi è piccola, essendo già relativamente saturato il campo di impiego di esso. Ma appunto perchè molto evoluti, talvolta — è il caso dell'Inghilterra — essi hanno una circolazione che si fonda sopra una minima riserva metallica per largo ricorso che fanno al credito, nelle varie sue forme, e alla compensazione. Sicchè la coincidenza singolare di abbondanti risparmi con scarsa moneta.

Ma poichè ogni prestito non si compie senza esodo sia pure parziale di moneta; così questi paesi distributori di risparmio, se hanno scarse riserve metalliche, si trovano esposti a frequenti sottrazioni di metallo anche per queste ragioni e, sono costretti perciò ad elevare il saggio dello sconto con maggiore frequenza ed energia dei paesi agricoli.

89. - E' ora il momento di prendere in considerazione anche i titoli.

I paesi ricchi — che hanno forti quantità di risparmio investite all'estero — possiedono una massa rilevante di titoli forestieri. Una parte di questi sono *placés* presso privati capitalisti: una parte è *fluttuante* sul mercato.

Ed è questa parte fluttuante, oggetto di contrattazione di borsa, che deve richiamare la nostra attenzione.

Un titolo ha un prezzo nel paese che l'ha emesso ed un prezzo nel paese che lo possiede. Sarebbe errore credere che il prezzo del titolo sia, nell'uno e nell'altro paese, senz'altro che il suo frutto capitalizzato al rispettivo saggio di interesse; perchè altri fattori vi influiscono. La prova che il prezzo dei titoli non è senz'altro quello del loro reddito capitalizzato al saggio dell'interesse, è che se fosse così, poichè le oscillazioni dell'interesse sono a larghe ondate, senza sbalzi frequenti in un senso o nell'altro, lo stesso dovrebbe pure accadere del prezzo dei titoli. Questi invece presentano corsi più variabili. Perchè? Perchè subiscono le vicende della speculazione; perchè l'elemento psicologico *rischio* è diversamente apprezzato nel tempo; e perchè — questo è il punto che qui a noi maggiormente interessa — *subiscono gli effetti delle variazioni del saggio dello sconto.*

90. - In questo senso: quando il saggio dello sconto è alto, le banche diminuiscono i mezzi destinati al riporto: e quindi i titoli diminuiscono di prezzo; e viceversa. Ecco perchè il sollevamento del saggio dello sconto costituisce una causa di immediato abbassamento del prezzo dei titoli. Volgarmente si dice: l'aumento del saggio dello sconto determina i possessori di titoli ad offrirli e venderli per procurarsi denaro, il che ne fa diminuire il prezzo. La cosa è un poco più complessa: non risiede già in una concorrenza che il mercato dei prestiti brevi, per elevato saggio dello sconto, faccia al mercato dei titoli. I due mercati non sono comunicanti. La causa dell'influenza delle variazioni del saggio dello sconto sul prezzo dei titoli sta in ciò, come abbiamo accennato, che le banche hanno sempre in *riporto* una certa quantità di titoli: il restringersi della circolazione fiduciaria e l'aumento del saggio dello sconto che vi è connesso, fa che esse abbiano convenienza ad attenuare il fondo destinato ai riporti; e quindi le banche ne lanciano una parte sul mercato: onde il prezzo dei titoli ribassa, subendo, in via indiretta, gli effetti della variazione del saggio dello sconto.

91. - Ciò premesso, ecco come l'esportazione dei titoli costituisce un mezzo di saldo che evita od attenua l'uscita di moneta e il deprezzamento dei prodotti.

Quando c'è cambio sfavorevole e si solleva il saggio dello sconto, un effetto deprimente sul prezzo dei prodotti non si verifica che dopo qualche tempo come reazione della ridotta circolazione sui prezzi; mentre, invece, il sollevamento del saggio dello sconto agisce con grande prontezza a determinare un deprezzamento dei titoli: l'esportazione di questi dà luogo ad una pronta creazione di tratte sull'estero che attenuano il cambio.

92. - Possiamo ora intendere in poche parole il meccanismo di quelle colossali operazioni che — come il caso della Francia nel 1871 — sono costituite dal pagamento d'ingenti indennità di guerra.

Quando si eseguono le prime rate di pagamento, si mandano divise rappresentanti prodotti già esportati, o, comunque, crediti che si hanno verso l'estero. Si solleva il prezzo delle divise sull'estero, il corso dei cambi diventa sfavorevole e raggiunge ben presto il punto metallico. Una parte del metallo esce: questo obbliga a contrarre anche la circolazione fiduciaria, mercè il sollevamento del saggio dello sconto. Tale contrazione deprime il prezzo dei titoli prima, poi quello dei prodotti; onde è promossa un'abbondante esportazione di quelli e di questi. Ciò dà luogo ad altrettante tratte — rappresentanti merci e titoli esportati sia nel paese creditore sia in altri paesi stranieri. Con queste tratte si

compie il pagamento: a sussidio delle quali intervengono anche quelle che nel paese debitore giungono come pagamento di altre ragioni di credito che frattanto vadano maturandosi (pagamenti di interessi per capitali esportati all'estero, ecc.)

In sostanza l'operazione si compie in piccola parte soltanto, relativamente, con moneta metallica; la parte maggiore rappresenta prodotti già esportati all'estero, prodotti che si esportano, ragioni di credito di varia natura che si cedono, alienazione, a favore del creditore, di una parte del proprio risparmio collocato all'estero. Il fatto dunque non avviene mercè una colossale spedizione d'oro. Ed il possesso di titoli forestieri — cioè di risparmio collocato all'estero — permette di compiere l'operazione con una esportazione minore di prodotti, e quindi con un deprezzamento minore di questi, con una limitazione minore della circolazione per provocare tale deprezzamento, con un minore sbalzo del saggio dello sconto, con minore uscita della moneta metallica. Della quale c'è, si, una corrente, ma in proporzione assai modesta; come ad esempio dimostrano all'evidenza i particolari dell'operazione del pagamento dei cinque miliardi della Francia alla Germania dopo la guerra del '70-71.

VII. - Il cambio.

93. - Nell'indagine delle cause onde è determinato il prezzo che in A fanno i crediti pagabili in B, C, D,... consiste la teoria del cambio.

La piazza A è in relazione di crediti e debiti non con una sola piazza B, ma con tutto il resto del mondo; i crediti non sono tutti a vista, e quindi prezzi diversi per i crediti a vista e per quelli che non sono tali (la differenza non è la pura e semplice detrazione dello sconto quale è nella piazza in cui il credito è esigibile); non sempre A, B, C,... hanno la stessa identica moneta; spesso in A, B, C,... non vi è neppure lo stesso sistema monetario.

Quindi (rimandando ad un apposito capitolo, anche per il cambio, ciò che si riferisce ai paesi a circolazione avariata) risolveremo le difficoltà una alla volta: prima facendo l'ipotesi irreale, ma necessaria come preparazione, di due piazze soltanto, che supporremo da prima aventi l'identica moneta, poi monete diverse; quindi faremo l'ipotesi reale di più piazze, il che ci darà luogo a parlare degli *arbitraggi* e delle loro importanti conseguenze.

94. - I° Il caso ipotetico di due piazze. - Supponiamo due mercati **X** ed **Y** comunicanti, ed esprimiamo ad equilibrio internazionale avvenuto, i prezzi di entrambi, ma tutti nella unità monetaria di **X**; e siano quelli qui sotto, in cui, com'è noto, p'_a è diverso da 1 anche allorchè la moneta nei due paesi sia materialmente identica.

X	Y
1	p'_a
p_b	p'_b
p_c	p'_c
...	...

Se, per esempio, **X** è Francia ed **Y** è Inghilterra, per esprimere anche i prezzi inglesi in franchi, bisogna moltiplicare i prezzi in sterline inglesi per p'_a che rappresenta il numero dei franchi che vale ogni sterlina.

Noi ci varremmo di una definizione grafica ed univoca del cambio (Fig. 14). Diremo cambio di **X** su **Y** il numero delle unità della moneta di **X** che bisogna dare in **X** per avere, in **Y**, un'unità della moneta di **Y** (il numero dei franchi che bisogna dare a Parigi per avere la disponibilità di una sterlina a Londra) (1).

Il p'_a dello specchietto è precisamente il cambio di **X** (Francia) su **Y** (Inghilterra), perchè i prezzi dello specchietto sono tutti indicati in franchi, e p'_a indica precisamente il prezzo della sterlina espresso in franchi.

95. - Introduciamo, quantitativamente, il cambio nel sistema generale dell'equilibrio economico.

---

(1) A proposito di questa rappresentazione univoca del cambio, ricordiamo che gli usi delle varie piazze nel designare i cambi non si assomigliano: e quindi l'espressione *alto cambio*, secondo il modo di quotare i cambi, può costituire una circostanza *favorevole o sfavorevole*, nel senso che si suol dare comunemente a tali espressioni.

Per l'Italia, ad es. che esprime quante lire occorrono per comprare un franco, una sterlina, ecc. l'alto cambio è *sfavorevole*. Per l'Inghilterra che, invece, esprime il cambio dicendo quanti franchi si comprano con una sterlina, l'alto cambio è *favorevole*, perchè significa alto prezzo della sterlina. Noi, per evitare equivoci, supporremo sempre i cambi quotati alla maniera italiana. E quindi l'alto cambio è *sfavorevole*.

Sulla portata economica di queste espressioni « favorevole » e « sfavorevole » si vegga quanto è detto alla fine di questo capitolo.

Quando i mercati erano chiusi, i sistemi di equazioni che per ciascuno di essi determinavano le rispettive quantità economiche, potevano aggrupparsi in due categorie: α) per ogni prodotto, l'eguaglianza del prezzo al costo: β) per ogni servizio produttore la condizione che le quantità di servizi offerte fossero quelle necessarie per fabbricare le quantità di prodotti domandate. Ed il problema delle quantità economiche per ciascuno dei due mercati era perfettamente determinato: tante equazioni quante incognite.

Ora ponendo in comunicazione i due mercati — supposto n il numero delle merci importate ed esportate, compresa quella che funziona da moneta — noi introduciamo $n + 1$ incognite nuove, cioè le n quantità importate ed esportate, ed il prezzo p'_a della moneta di **Y** espressa in moneta di **X**. E si hanno appunto $n + 1$ equazioni nuove oltre le precedenti nei due mercati chiusi.

Infatti, in ciascuno dei due mercati, dopo la comunicazione il gruppo delle relazioni α) starà ugualmente, il gruppo delle β) starà pure, modificato soltanto nel senso che i servizi offerti devono essere quelli necessari a fabbricare la quantità domandata di ciascun prodotto più quella che si esporta (o meno quella che si importa). Mancano $n + 1$ equazioni. E queste ci sono date esprimendo per ciascuno degli n prodotti che si scambiano, compresa la moneta, che il prezzo del mercato di importazione è quello del mercato di esportazione più le spese di trasporto, e che tra le importazioni e le esportazioni c'è saldo.

96. - Ora o c'è trasporto di moneta o no. Se c'è, si troverà fra le equazioni la $p'_a = 1 + t_a$ essendo t_a la spesa di trasporto, assicurazione ecc. per ogni unità monetaria (1). Se non c'è trasporto di moneta, vi sarà nel sistema un'incognita di meno (la quantità di moneta esportata od importata) ma vi sarà pure di meno la equazione $p'_a = 1 + t_a$; allora l'equilibrio determinerà ugualmente p'_a, cioè il cambio; vorrà dire soltanto che non essendovi trasporto di moneta, la p'_a differirà dall'unità (in più o meno) di una quantità inferiore alle spese di trasporto; vale a dire che il cambio potrà oscillare fra $1 + t_a$ ed $1 - t_a$, supposto che le spese di trasporto, assicurazione, ecc. siano uguali

(1) L'equazione $p'_a = 1 \pm {}_{ta}$ implica che vi sia nei due paesi la stessa moneta ossia che la *parità monetaria* fra le due monete sia 1. Quando le monete abbiano una parità monetaria diversa da 1 è semplice intendere come quella equazione si modifichi. Essa diventa $p'_a = (xy) = \underline{|xy} \pm t_a$, nella quale le notazioni (xy) ed $\underline{|xy}$, di cui faremo uso in seguito, indicano rispettivamente il cambio di x su y e la parita monetaria.

nei due sensi, e che quando il cambio di **X** su **Y** raggiunga tali limiti ci è uscita di moneta da **X** od entrata di moneta in **X**.

In questo è tutto il nocciolo della teoria del cambio. E con ciò anche tale quantità è stata innestata sull'equilibrio generale.

97. - Questo fatto che la differenza di prezzo di una stessa merce tra i due mercati sia inferiore alle spese di trasporto, non è particolare soltanto alla merce presa come moneta; si verifica anche per tutte le merci che non vengono importate od esportate, perchè se la differenza di prezzo fosse superiore alle spese di trasporto, la merce verrebbe esportata dall'uno e importata dall'altro. Noi chiamiamo *cambio*, quando si riferisce alla merce presa come moneta, un fatto che è comune a tante altre merci. Per tutte le merci esiste, si può dire, un punto di entrata e di uscita ed un cambio: noi abbiamo $p'_b = p_b + h$; se h è minore delle spese di trasporto dell'unità di merce, non c'è entrata od uscita di questa, ed allora la differenza di prezzo è nè più nè meno che una cosa analoga al cambio.

98. - E' qui il luogo di notare che quando a proposito di cambi si parla di debiti e di crediti, si deve sempre intendere di debiti e crediti *venuti a scadenza* in quel dato momento.

Bisogna fare una distinzione ben chiara fra la bilancia delle *obbligazioni* e la bilancia dei *pagamenti*. In quella prendono posto tutti i debiti e crediti che un paese ha verso l'altro, quali che siano le scadenze; nella bilancia dei pagamenti prendono posto i soli debiti e crediti venuti a scadenza nel momento che si considera. Si capisce che l'avere una bilancia di pagamenti favorevole o sfavorevole in un dato momento, non implichi necessariamente una bilancia delle obbligazioni egualmente favorevole o sfavorevole; e viceversa. E' la bilancia dei pagamenti, non quella delle obbligazioni, sono i rapporti delle carte brevi, quelli che influiscono sui cambi.

Sta però che questi rapporti possono modificarsi con opportune variazioni di saggi dello sconto, trasformando, cioè, debiti a scadenza breve in debiti a scadenza più lunga per pagare quelli a scadenza maturata — sgravando così la bilancia dei pagamenti ed aggravando corrispondentemente quella delle obbligazioni.

99. - Finora, in verità, noi abbiamo trattato il cambio come una questione essenzialmente di moneta. Abbiamo posto in evidenza, considerando due piazze, che due beni economici qualsiasi della stessa qualità e nella stessa quantità, benchè materialmente identici, sono economicamente diversi, sol perchè uno è sulla piazza **A**, l'altro sulla piazza **B**; abbiamo fatto vedere che 1 kg. d'oro a Roma, e 1 kg. d'oro a Parigi, benchè siano materialmente identici, non sono beni scambiabili in

queste proporzioni: un individuo può dare qualche cosa di più o qualche cosa di meno di 1 kg. di oro a Roma per avere 1 kg. d'oro a Parigi: quel poco di più o quel poco di meno determina appunto il cambio, *sfavorevole* nel primo caso a Roma, *favorevole* nel secondo, aggettivi che non hanno alcun senso del genere di una volta: abbiamo fatto vedere che questo di più o di meno può essere uguale, ma anche inferiore alle spese di trasporto; che questo cambio non riguarda soltanto la merce assunta come moneta. Ma finora non abbiamo parlato di *tratte a vista*. Eppure nei « *Principii* » noi abbiamo definito il cambio di Roma su Parigi come il prezzo in oro a Roma delle tratte a vista di 100 d'oro pagabili a Parigi.

Le due definizioni si equivalgono? Evidentemente si: quando io debba dare a Roma 100.30 lire in oro allo stesso fino del franco per ottenere un effetto che a Parigi mi dà 100 franchi a vista, è come dire che per avere 100 g. d'oro a Parigi ne debbo dare 100.30 a Roma. In verità, praticamente, quando il cambio dell'Italia su Parigi è 100.30, chi compra una cambiale a vista di franchi 100, sborsa non soltanto le lire 100.30 pagate al possessore, ma anche deve sostenere alcune spese di bollo, pagare certe senserie, perchè il banchiere che assume le operazioni di acquisto e di vendita di crediti sull'estero prende una commissione ecc. Ma tali circostanze, se possono indurre chi voglia scendere a molto minuti particolari, a considerare come due quantità distinte il cambio ed il prezzo delle cambiali a vista, non hanno importanza in questo studio. Noi riteniamo le cose identiche; e diremo indifferentemente *cambio* e *prezzo dell'effetto a vista*.

100. - E' questo il ponte per passare da quanto abbiamo visto finora a quanto dovremo dire sul prezzo dell'effetto a vista.

Nel senso monetario il cambio tra due paesi è alla pari quando con un Kg. d'oro a Roma si può avere un Kg. d'oro a Parigi, ossia quando il rapporto di scambio fra il metallo monetario di **A** (Parigi, franco) e quello di **B** (Londra, sterlina) corrisponda a quello della quantità di fino contenuto nella moneta. Si dice allora che il cambio è uguale alla *parità monetaria* (1)

La parità monetaria è la definizione del rapporto di fino legale delle monete; non è la parità *de facto*, ma la parità *de jure*; non il rapporto di fino che *esiste* nelle monete, ma quello che *dovrebbe* esistere se esse fossero in tutto conservate conformi alla loro definizione legale.

(1) Le parità monetaria che occorre tenere a mente sono: sterlina = 25.22 fr. = 20.43 marchi = 4.87 dollari.

La parità monetaria è, evidentemente, una quantità definita, quando si tratta di paesi che usano lo stesso metallo (oro negli esempi citati). Ma tra un paese a moneta d'oro ed uno a moneta d'argento, per esempio, quella parità non esiste: non esiste parità monetaria tra l'Inghilterra e l'India.

101. - Nel senso bancario, considerando cioè non le monete metalliche, ma le tratte, noi diciamo per es. che il cambio di Parigi su Londra è alla pari quando per avere a Parigi la sterlina a vista (dizione comoda per dire con maggior brevità « l'effetto a vista di una sterlina pagabile a Londra ») bisogna dare a Parigi un numero di franchi in oro uguale alla parità monetaria di 25.22; e quindi cambio sfavorevole a Parigi quando quel prezzo è superiore, favorevole quando è inferiore a 25.22.

Quando il cambio è alla pari, noi diciamo che gli impegni reciproci venuti a scadenza si pareggiano perfettamente. In verità noi non abbiamo mezzo di constatare che in tal caso sia proprio così. Conosciamo la somma di questi impegni per dire che la bilancia dei crediti eguaglia proprio quella dei debiti? Ma in un mercato perfetto non c'è ragione di supporre che non sia così.

102. - Un'altra conoscenza necessaria per la pratica è quella del *punto dell'oro*. E' una quantità che nei mercati presi a due a due si può considerare come praticamente costante in periodi di tempo non troppo lunghi. Non è invariabile nel tempo, evidentemente. Ma non è neppure invariabile nello stesso momento. E' un costo (trasporto, assicurazioni, in alcuni casi — per punti lontani e forti somme — anche l'interesse per il tempo del tragitto): e dunque cambia secondo l'entità del trasporto e la facilità che ha colui che compie l'operazione.

E inoltre ancora, i due punti dell'oro non si possono a rigore dire simmetrici sopra e sotto la parità: è evidente. Quello superiore indica la spesa per *spedire* metallo quando si debba pagare; quello inferiore la spesa per *farsi spedire* il metallo quando si debba riscuotere; e si capisce che le spese nei due sensi possano essere diverse. E si capisce che il punto dell'oro del mercato **A** verso **B**, ossia i limiti estremi delle oscillazioni del cambio in **A** non coincidano a rigore con quelli in **B**.

Con queste riserve e solo per un dato mnemonico, riferendosi ai *gold points* di Londra con le altre piazze, si può dire che i *gold points* superiore ed inferiore, per ogni sterlina, corrispondono a circa 4 cents di dollaro nelle relazioni di Londra con New York, e a 10 cent. di franco o marco nelle relazioni di Londra con Parigi e Berlino: ossia quasi il 1/2 % fra gli Stati d'Europa e quasi l' 1% nei cambi con l'America.

Quei 4 cents di dollaro e quei 10 cent. di franco o marco, per

ogni sterlina, tenendo conto delle parità dette dianzi, danno modo di avere un'idea della escursione estrema dei cambi, cioè dei limiti estremi del prezzo della carta breve.

Superfluo ricordare ancora che supponiamo, qui, di essere in un regime di moneta oro e carta *interamente fiduciaria*, e quindi non teniamo conto dei paesi a circolazione avariata.

I cambi, in tali paesi, hanno ben più vibrate oscillazioni, come vedremo a suo tempo.

103. - Abbiamo visto finora il prezzo della carta *a vista*. Seguitando a rimanere nell'ipotesi di due sole piazze (e di circolazione mista, aurea e completamente fiduciaria) vediamo il prezzo della carta non a vista, e che diremo *carta lunga*.

Il prezzo della carta lunga è minore di quello della carta di egual somma a vista: e, come prima approssimazione, la differenza è dovuta alla detrazione dello sconto, quale è nel paese in cui la cambiale deve essere pagata. Perchè lo sconto della piazza di pagamento? Perchè chi a Roma compra un Parigi a vista di 100 franchi e lo paga *c* lire, dispone di 100 franchi a vista a Parigi. Chi compra una carta *lunga* su Parigi a tre mesi, non si trova nelle medesime condizioni, di disporre di 100 a vista a Parigi, se con le stesse *c* lire non ottenga una carta lunga tale da dare 100 franchi a Parigi quando portata a Parigi, vi sia scontata.

104. - Sul prezzo della carta lunga, però, oltre che quello della carta breve (cambio) e il saggio dello sconto nel paese in cui è pagabile, influiscono le previsioni che si fanno sullo sconto.

La carta lunga aumenta di prezzo anche allorchè si *preveda* una diminuzione del saggio dello sconto nella piazza su cui la tratta dev'essere pagata, perchè allora i banchieri preferiscono di scontare carta lunga piuttosto che carta breve: la previsione soltanto opera già in parte come un fatto accaduto.

Le fluttuazioni dei prezzi della carta lunga sono dunque più ampie di quelle della carta breve.

105. - Ma se le variazioni del saggio di sconto della piazza su cui è pagabile, non hanno sul prezzo della carta breve quella diretta influenza che hanno sul prezzo della carta lunga; tuttavia esse hanno una influenza indiretta sul prezzo della carta a vista, ossia sul cambio: influenza che agisce nello stesso senso che sulla carta lunga, perchè una variazione in aumento dello sconto, come direttamente fa scemare il prezzo della carta lunga, indirettamente fa diminuire anche quello della carta breve; ciò che ampiamente si vedrà nel capo IX « Cambio e sconto ».

106. - II. **Il caso reale di più di due piazze.** - Nel caso reale di più di due piazze il fatto saliente da studiare e quello degli *arbitraggi.*

Date più piazze **A, B, C, D......** in rapporti di scambi fra loro, generalmente in ciascuna di esse vi saranno cambiali su ciascuna delle altre. I debitori di **A** che debbono fare pagamenti ai loro creditori di **C**, possono comperare in **A** cambiali su **C**, ma possono anche comprarle (di solito con l'intermediario di una banca) in **B. D....** quando in queste le trovino a minor prezzo che in **A** e inviarle poi ai loro creditori di **C.**

Questi *arbitraggi*, per cui si livellano i cambi e l'uso della moneta metallica è ridotto al minimo, sono l'opera di speculatori cambisti, i quali agiscono sotto l'impulso del guadagno, comprando le cambiali dove esse sono più a buon mercato per venderle là dove possano ottenerne un più alto prezzo. E' niente altro che un caso particolare di operazioni simili che i commercianti fanno sopra i beni economici.

107. - Ciò posto, quale è il risultato degli *arbitraggi* fra più piazze? E' questo:

1. Che una piazza, in seguito agli arbitraggi, non può avere cambio favorevole con alcune e sfavorevole con altre, ma li avrà tutti sfavorevoli o tutti favorevoli, secondo che è debitrice o creditrice con tutto il complesso del mondo.

2. Che i cambi di una piazza **A** su le altre tendono ad essere tutti proporzionali alle rispettive parità monetarie; ed il rapporto di proporzionalità è stabilito da un coefficiente che è la somma dei debiti divisa per la somma dei crediti che la piazza ha col complesso di tutte le altre.

Naturalmente — e si capisce — questo *livellamento* non si trova mai perfettamente verificato; e ciò non soltanto per la continua dinamica del mercato, ma anche perchè vi sono degli scalini da superare costituiti dal costo degli arbitraggi, cosi come imperfettamente si verifica l'agguagliamento del livello generale dei prezzi dei prodotti per la dinamica del mercato e per il fatto del gradino delle spese di trasporto da superare.

108. - Premettiamo alcune definizioni e simboli.

Con $(m\ s)$ indichiamo il cambio di Berlino su Londra, definito in modo univoco: quanti marchi bisogna dare a Berlino per avere una sterlina a Londra.

E' chiaro che quando gli arbitraggi fra Berlino e Londra avranno operato, sarà sensibilmente $(sm) = \dfrac{1}{(ms)}$.

Con $\underline{|ms}$ intendiamo la parità monetaria tra marco e sterlina definita in modo univoco: quanti marchi contengono la stessa quantità di fino di una sterlina.

E' evidente che $\underline{|ms}$, numero di marchi che contengono lo stesso fino di una sterlina (20,43) è uguale al rapporto del fino compreso in una sterlina al fino compreso in un marco.

Con D_{ms} indichiamo i debiti scaduti che Berlino ha verso Londra; C_{ms} i crediti. Con ΣD_a e ΣC_a indichiamo la somma totale dei debiti e dei crediti che la piazza **A** ha col resto del mondo.

109. - Quanto abbiamo detto innanzi per due piazze isolate, afferma che, nei limiti dei punti dell'oro, e se **A** e **B** hanno la stessa moneta, sarà $(a\ b) = \frac{D_{ab}}{C_{ab}}$.

Se non hanno la stessa moneta, vuol dire che per avere un grammo d'oro in **B** bisogna dare in **A** grammi $\frac{D_a\, b}{C_a\, b}$; e quindi sarà $(a\ b) = \frac{D_a\, b}{C_a\, b}\ \underline{|ab}$.

109[bis] Uno schiarimento è necessario per evitare false interpretazioni.

Siano **A** Francia e **B** Italia. L'Italia ha credito di C_{ab} *franchi*, ossia vi sono in Italia tratte su Parigi per C_{ab} *franchi*; l'Italia ha un debito di D_{ab} *lire*, ossia vi sono in Francia tratte sull'Italia per D_{ab} *lire*. Sia $D_{ab} > C_{ab}$.

In Italia si cercano tratte su Francia; il prezzo a Roma del franco a vista si solleva e diventa $(a\ b)$; le C_{ab} tratte disponibili sono pagate $(a\ b)\ C_{ab}$ lire. Perchè con questi C_{ab} franchi spediti a Parigi si saldi il debito di D_{ab} lire bisogna che sia $C_{ab}\ (a\ b) = D_{ab}$; il che appunto avviene quando $(ab) = \frac{D_{ab}}{C_{ab}}$: una maggior quantità di *lire* di debiti è saldata con una minor quantità di *franchi* di credito, appunto perchè $(a\ b) > 1$.

Ciò posto, si può osservare: dunque — se per semplicità supponiamo che i rapporti di crediti e debiti siano quelli soltanto che derivano dalle esportazioni e dalle importazioni e se facciamo per ipotesi che i cambi prima fossero alla pari — dunque pure essendo $D_{ab} > C_{ab}$, adesso, al momento del saldo, l'Italia non paga la differenza: dunque questo preteso cambio sfavorevole è un vantaggio dell'Italia, perchè le ha *permesso di saldare un debito maggiore con un credito minore*.

Ognuno vede che la conclusione sottolineata sarebbe erronea: perchè i C_{ab} *franchi* spediti in Francia sono stati pagati *non* C_{ab} *lire*, ma C_{ab}

$(a\ b)$ ossia D_{ab} *lire*; i debitori italiani, per saldare il loro debito di D_{ab} *lire*, hanno sborsato precisamente lire D_{ab}, e non già C_{ab} che è $<$ di D_{ab}.

110. - Ciò premesso, passiamo al caso di più piazze. Supponiamo, come prima indagine, che esse abbiano la stessa moneta. Sia la piazza **A** creditrice di **B** e **D** e debitrice di **C**. Vuol dire che il cambio di **A** con **B** e **D** sarà inferiore alla parità monetaria (1 nel caso nostro), con **C** superiore. Questa situazione (Fig. 15) nella quale in **A** la carta su **C** è scarsa e cara, e quella su **B** e **D** è abbondante e a minor prezzo, offre materia ad arbitraggi; i quali per pagare i debiti di **A** verso **C** si valgono in parte dei crediti che **A** ha su **B** e su **D**. Fino a quando? Fino a che i prezzi della carta (i cambi) su **B** e **D** alzandosi e quello su **C** abbassandosi, si sia giunti ad uno stesso livello di prezzi che non permetta più arbitraggi. Il cambio sarà dappertutto sfavorevole o favorevole alla piazza **A** secondo che sia

$$D_{ab} + D_{ac} + D_{ad} + \dots > o < C_{ab} + C_{ac} + C_{ad} + \dots,$$

vale a dire secondo che sia $\dfrac{\Sigma\ Da}{\Sigma\ Ca} > o < 1$.

111. - Abbiamo supposto la stessa moneta. Se non v'è la stessa moneta, noi possiamo esprimere tutti i debiti e crediti in grammi d'oro, e quindi per avere in **A** un grammo d'oro pagabile all'estero, si dovrà dare più o meno di un grammo d'oro secondo che sia $\dfrac{\Sigma\ Da}{\Sigma\ Ca} > o < 1$.

E per passare dal grammo d'oro alle varie monete, basta moltiplicare pel fattore della rispettiva parità monetaria.

$$\text{E quindi } (a\ b) = \frac{\Sigma\ Da}{\Sigma\ Ca}\ \underline{|a\ b}$$

$$(a\ c) = \frac{\Sigma\ Da}{\Sigma\ Ca}\ \underline{|a\ c}$$

Cioè *gli arbitraggi tendono a rendere i cambi di una piazza sulle varie altre proporzionali alle rispettive parità monetarie, tutti favorevoli o tutti sfavorevoli* (inferiori alla parità o superiori alla parità) secondo che sia $\dfrac{\Sigma\ Da}{\Sigma\ Ca} < o > 1$.

112. - Gli arbitraggi che abbiamo esaminati non costituiscono la sola specie di speculazione che si compia sui cambi. Altre molte ve ne sono, le quali trovano la loro applicazione specie nei rapporti con paesi a carta moneta, perchè in questi le oscillazioni dei cambi sono ben più vaste che non siano i ristretti limiti dei punti dell'oro che si

hanno in paesi a circolazione d'oro e di biglietti di banca fiduciari. Ne riparleremo nel capitolo XIV.

Qui accenneremo soltanto a queste poche forme, le quali naturalmente hanno effetti molto limitati sui cambi: esse o tendono, in previsione di cambiamenti futuri dei cambi, a sfruttarli (si prevede ad es. un sollevamento dei cambi e si compra divisa estera per venderla più cara dopo) come avviene, in genere, di tutte le speculazioni che si fanno sulle previsioni delle variazioni dei prezzi nel tempo; ovvero si specula sulle spese di trasporto dell'oro, procurando con un organamento adatto di aver divisa estera che si possa poi vendere con piccolo profitto. Ma queste speculazioni, oltre ad avere effetti limitati sui cambi, presentano anche tenui profitti. Grossi profitti le speculazioni sui cambi non possono dare che là dove questi abbiano larghe escursioni, specie se si tratta di mercati lontani.

113 - Cambi « favorevoli » e cambi « sfavorevoli ». - Pur senza dare a queste espressioni di « favorevole » e « sfavorevole » alcun senso alla maniera mercantilista, si capisce che nel mondo commerciale si desideri che il capitale monetario abbondi e si teme che scarseggi per l'azione che la quantità di esso ha sullo sviluppo e sul prezzo del credito. Alto cambio vuol dire una condizione monetaria tale che gli sconti non si possono ottenere se non ad alto prezzo: e sotto questo aspetto, alto cambio vuol dire una situazione realmente sfavorevole.

Ma non del tutto nel senso dei mercantilisti; perchè in contrasto a ciò che questi pensavano, il cambio favorevole non avvantaggia gli esportatori di merci nazionali; i quali anzi sono danneggiati, perchè cambio favorevole all'Italia, vuol dire prezzo basso del franco in lire, ed agisce, dunque (Fig. 16) come se le ordinate in Francia si abbassassero (prezzi tutti espressi in lire) e quindi assottiglia le esportazioni dell'Italia in Francia (passaggio da m ad m'), con diminuzione dei prezzi espressi in lire. Il cambio favorevole è il sintomo di una bilancia creditrice, ma non costituisce punto un vantaggio per gli esportatori: anzi è appunto il segno che le esportazioni rallenteranno.

Se mai, è proprio il cambio sfavorevole che avvantaggia gli esportatori italiani. Con la riserva fatta nei « *Principii* » che, cioè, si tratta di fenomeno puramente temporaneo, il quale si verifica pei prezzi più difficili a muoversi prontamente col cambiare della situazione monetaria, si può dire che il cambio sfavorevole all'Italia eccita le esportazioni. La cosa è evidente. Il cambio sfavorevole all'Italia agisce come se le ordinate in Francia si alzassero (prezzi tutti espressi in lire) come accade nel passaggio da m' ad m della Fig. 16; nel quale passaggio la quantità esportata dall'Italia cresce con aumento dei prezzi espressi in lire.

VIII. - Lo sconto

114. - Premesse. - L'imprenditore (di un'impresa agricola, industriale o commerciale) che domanda un prestito ad una banca, non lo fa per ottenere risparmio da investire in *capitali fissi*. Se egli volesse estendere la sua impresa, non gli gioverebbe lo sconto di cambiali, farebbe piuttosto un prestito a tempo più lungo. Egli alla banca chiede capitale *circolante* e precisamente nella sua forma *monetaria*.

Quando gli affari prosperano, questa domanda di uso dei mezzi di scambio si solleva, quando languono si abbassa. Diciamo domanda « di uso dei mezzi di scambio » per intendere che questi non soltanto sono costituiti da moneta metallica, ma anche da moneta fiduciaria.

115. - Al mercato monetario si offrono due campi d'impiego: il commercio da un lato, essenzialmente con le operazioni di sconto; la borsa dall'altro, essenzialmente con le operazioni di riporto. In quest'ultimo il mercato monetario trova impieghi più rimuneratori, ma più aleatori: nel primo impieghi meno rimuneratori, ma più sicuri. Quando gli affari languono, i mezzi disponibili del mercato monetario affluiscono in maggiore quantità alla borsa e vi provocano aumenti di prezzi dei titoli; quando gli affari commerciali riprendono la loro attività e richiedono una maggior somma di prestiti, il mercato monetario restringe le sue operazioni di riporto e diminuendo i suoi impieghi alla borsa, è la causa di una discesa del prezzo dei titoli. E' questo il tramite per cui si svolge una tendenza non già agguagliatrice fra interesse e sconto, ma attenuatrice della lor differenza; e per cui, inoltre, saggio dello sconto e prezzo dei titoli hanno tendenza a muoversi in senso inverso: il che non vuol dire naturalmente che sempre ad un aumento del saggio dello sconto debba corrispondere una diminuizione dei prezzi dei titoli; perchè i prezzi dei titoii non sono influiti *soltanto* dalla domanda maggiore o minore che se ne faccia secondo il maggiore o minore fondo che le banche destinino ai riporti; molte altre cause, invece, vi influiscono; il fatto è molto più complesso, come vedremo.

116. - Interesse e sconto. - In ogni singolo mercato monetario il prezzo che si paga per l'uso della moneta (sia essa metallica, sia fiduciaria) si chiama saggio di *sconto*.

La differenza che lo sconto presenta rispetto all'interesse non si limita soltanto al modo puramente formale come esso è prelevato (1).

Il non aver riconosciuto tutta la portata di questa differenza e l'avere perciò trascurato lo studio di questo fenomeno importante dello sconto, è stato, presso gli economisti classici, l'effetto di una reazione verso la scuola mercantilista; la quale reazione li ha distolti dal vedere tutta l'importanza e la funzione del capitale monetario, e li ha condotti a confondere interamente il prezzo dell'uso di questo capitale con l'interesse in genere, e a confondere il mercato speciale di questo capitale col mercato del risparmio in genere.

Si può, in una prima grossolana approssimazione del fenomeno economico, astrarre, temporaneamente, dalla moneta, per vedere con maggiore chiarezza alcuni lati casatteristici di esso ed evitare di attribuire al fatto della moneta effetti che da questa non dipendono: si può, in un'approssimazione successiva, identificare, in via provvisoria, ed in una situazione statica, interesse e sconto, supponendo che la moneta sia un capitale fabbricabile come tutti gli altri, e perciò tendente, negli equilibri definitivi lontani, alla legge generale del prezzo del servizio eguale allo interesse sul costo di produzione; ma quando, con approssimazione sempre più spinta, si vuol serrare più dappresso la realtà, bisogna riconoscere due fatti: 1°, la necessità di quel veicolo dello scambio che è la moneta (metallica o fiduciaria che sia); 2°, che di esso si paga l'uso più o meno alto secondo il bisogno che se ne ha e la quantità di cui si dispone. Sicchè questo — lo sconto — è di solito differente dall'interesse del risparmio sul costo di produzione, come del resto accade di tutti i capitali che non siano prontamente riproducibili. La scarsezza o l'abbondanza del capitale monetario è un fatto diverso dalla scarsezza o dall'abbondanza del risparmio in genere: la scarsezza del capitale monetario si palesa col suo alto prezzo sul mercato anche allorchè vi sia abbondanza di risparmio in genere.

Non bisogna, dunque, confondere moneta e risparmio; non bisogna

---

(1) È noto come il vantaggio della riscossione anticipata dello sconto rispetto alla riscossione posticipata dell'interesse aumenta all'incirca come il quadrato del saggio. Se s è il saggio dello sconto per lira ed i il saggio d'*interesse* si ha:

$$i = \frac{s}{1-s} = s(1+s) = s + s^2,$$

approssimativamente, cioè fermandosi al secondo termine dello sviluppo. Così, ad esempio, un saggio di sconto del 3% equivale ad un saggio di interesse di 3.09, del 4% al 4.16, del 5 al 5.25 ecc.

confondere mercato della moneta e mercato del risparmio. Lì c'è lo sconto: qui c'è l'interesse.

117. - Mentre l'interesse è soggetto a pochissime e lente variazioni, il saggio dello sconto, invece, oscilla continuamente, e con differenze talvolta grandissime tra i saggi massimo e minimo, entro lo stesso anno, lo stesso mese e perfino la stessa settimana. Le prove di fatto sono infinite.

L'interesse dopo il 1870 — cioè la produttività marginale del risparmio quale risulta dai campi d'impiego e dalla quantità disponibile — è stato quasi sempre più alto in Francia che in Inghilterra: al contrario, la media dei saggi di sconto alla Banca di Francia è inferiore alla media corrispondente della Banca d'Inghilterra. La ragione? E' che di là dalla Manica il risparmio abbonda assai, ma spesso, per l'organamento della Banca d'Inghilterra e per la posizione che essa occupa sul mercato monetario, vi è penuria di mezzi di pagamento, il saggio dello sconto è alto, e questi valori alti influiscono sulla media portandola più in su di quanto non avvenga in Francia, dove il saggio dell'interesse è più alto, ma lo sconto ha un andamento, nel tempo, meno agitato e più uniforme.

Tanto è vero, dunque, che nel campo del risparmio e in quello della moneta siamo in due categorie di fenomeni affatto diversi.

118. - Neppure se il confronto fra sconto ed interesse si limiti a considerare soltanto l'interesse che vien dato dai *titoli*, esiste una tendenza del saggio dello sconto e del saggio dell'interesse ad equilibrarsi interamente. Bisognerebbe che le banche avessero piena libertà nella scelta dei loro impieghi, che potessero, a loro piacimento, investire i loro fondi in titoli e diminuire gli sconti, ovvero vendere i titoli ed aumentare gli sconti; e che, facendo questo, eguagliassero così i due saggi.

Quando il saggio dello sconto è alto e l'interesse sui titoli è basso (ossia il prezzo dei titoli è alto) vi è una parte del fondo destinato ai riporti che accorre agli sconti, con che si abbassa il saggio di questi, e decrescendo il prezzo dei titoli, pel diminuito fondo dei riporti, si solleva il saggio dell'interesse su di essi. Con ciò si attenua la differenza fra sconto ed interesse, quello scemando e queste crescendo; ma di più di questa tendenza *attenuatrice*, il fondo destinato si riporti non può esplicare; non è tendenza *agguagliatrice* come abbiamo già notato, perchè le banche, oltre un certo limite, non possono investire la moneta altrui in titoli, potendo questa esser richiesta da un momento all'altro, e quindi devono di necessità limitarsi a prestarla a breve termine. Il capitalista non diventa uno scontista quando il saggio dello

sconto è elevato: il banchiere non diventa capitalista con la moneta altrui, quanto il saggio d'interesse cresce (1).

119. - A maggiore chiarimento sull'azione attenuatrice non agguagliatrice del fondo dei riporti che si impiega in un senso o nell'altro, aggiungiamo che esso è limitato rispetto alla massa totale del medio circolante, e più ancora è limitato rispetto alla massa totale del risparmio. Quindi col suo spostarsi da un campo all'altro può attenuare le differenze fra saggio dell'interesse e saggio dello sconto, ma non già farle sparire se queste sono notevoli. Inoltre questa attenuazione è compiuta agendo poco sul saggio dell'interesse, il quale è determinato da altri criteri che non siano i fenomeni di circolazione, ed è il prezzo dell'uso di una quantità enorme di beni.

Sicchè quella funzione dei riporti si limita a rendere meno sensibili gli scarti fra un saggio dello sconto continuamente variabile ed un saggio di interesse abbastanza stabile nel tempo.

120. - Equilibrio e dinamica dello sconto in una circolazione puramente metallica. - Come semplice preparazione al caso reale che discuteremo appresso, supponiamo si tratti di una circolazione puramente metallica (o interamente coperta, che è lo stesso).

Noi abbiamo visto come, in base ai soliti dati iniziati (capitali posseduti, gusti, stato della tecnica), nell'equilibrio del mercato — e ponendo la condizione che anche per il capitale monetario il suo costo di produzione sia eguale al prezzo — risulti determinata (Fig. 17) una certa quantità $O\ A$ di moneta, cui corrisponde un certo livello dei prezzi in moneta, e quindi un certo *p. c.* della moneta, $A\ M$. A questa quantità di capitale monetario $A\ M$ corrisponde anche un prezzo d'equilibrio del suo uso $A\ m$. Abbiamo visto poi come se, invece di considerare $O\ A$ come una delle tante incognite dell'equilibrio che si determina insieme con tutte le altre, supponiamo come *data* una certa quantità $O\ A'$ di moneta, il sistema di equazioni dell'equilibrio (dal quale dovremo togliere quella dell'uguaglianza, per il capitale monetario, fra il suo prezzo e il suo costo di produzione) darà egualmente una serie di prezzi determinati, e quindi un *p. c.* $A'\ M'$: e fra questi prezzi vi sarà anche un prezzo $A'\ m'$ dell'uso del capitale monetario. Di qui la genesi della curva inferiore, la quale dà il saggio dello

(1) Negli eccellenti lavori del *Supino* (*Il mercato monetario* ed altri che lo precedettero e lo seguirono) questa tesi dell'indipendenza, nel senso da noi spiegato, fra interesse e sconto, ha avuto contribuizioni acute e geniali. Qui noi l'abbiamo collegata ad una teoria più generale: quella del prezzo proprio — diverso dall'interesse del risparmio — dei servizi dei capitali nei quali il risparmio non può facilmente o prontamente trasformarsi.

sconto — prezzo dell'uso del capitale monetario — secondo la quantità di questo. Nel complesso delle due curve, abbiamo in quella superiore il *p. c.* ossia il reciproco del livello generale dei prezzi, in quella inferiore il prezzo dell'uso del capitale monetario, cioè il saggio dello sconto, in tutti gli equilibri che si possono immaginare, fermi i dati iniziali, con quantità variabili di detto capitale. Di tutti questi equilibri, quello *A* — cui corrisponde per il capitale monetario un prezzo eguale al costo di produzione — diremo *equilibrio normale*: *O A* sarà la circolazione *normale*, *A M* il p. c. *normale*, *A m* lo sconto *normale* (1).

Come non abbiamo fatto alcuna ipotesi particolare sulla curva del *p. c.* bastandoci soltanto di sapere che essa è decrescente; così nessuna ipotesi particolare faremo sulla curva dello sconto, bastandoci anche per essa sapere soltanto che è decrescente.

121. - Nell'equilibrio normale dovrà, anche per il capitale monetario, trovarsi fra le equazioni dell'equilibrio quella che vi figura per tutti i capitali nuovi, cioè che per tutti i capitali i quali rappresentano una trasformazione del risparmio, il tasso del frutto netto dev'essere uguale al saggio dell'interesse.

Quindi nell'equilibrio normale $s = i$. Questa eguaglianza, come è chiaro, si trova solo nell'equilibrio normale. In ogni altro equilibrio il saggio dello sconto sarà superiore od inferiore al saggio dell'intereesse, secondo che il capitale monetario sarà in quantità inferiore o superiore a quella normale. Ecco perchè troviamo di solito che il saggio dello sconto — soggetto a molte variazioni dinamiche — non è uguale al saggio dell'interesse. Ciò perchè la realtà non è costituita da equilibri lontani e definitivi, ma da una serie di equilibri prossimi e provvisori.

122. - Vediamo, per lo sconto, cio che accade delle relative curve nei cambiamenti dinamici α) e β),

Nei cambiamenti dinamici α) la curva del *p. c.* e quella dello sconto non cambiano: ed esse stesse indicano quali variazioni avvengono nel *p. c.* e nel saggio dello sconto allorchè si passa da *M* ad *M'*. (Fig. 18).

Nei cambiamenti dinamici del genere β), si ha una corrispondente variazione della curva del saggio dello sconto, la quale passa da 1 a

(1) Adoperiamo questo aggettivo « normale » perchè non sappiamo trovarne uno meno inadatto. Quel « normale » non sta ad indicare ciò che « di solito » avviene: sta ad indicare cioè che avverrebbe, se potesse perdurare indisturbato per qualche tempo quello stato di cose per cui il p. c. della moneta sia eguale al suo costo di produzione e il saggio dello sconto sia eguale al saggio dell'interesse: ciò che di rado avviene, perchè lo sconto è un fenomeno essenzialmente dinamico.

2 (Fig. 19). Fra le due curve del saggio dello sconto, supposto che nel cambiamento dinamico da 1 a 2 il saggio dell'interesse non vari, si ha questa connessione, che nei punti corrispondenti ai due equilibri normali m ed m'' il saggio dello sconto è lo stesso.

123. - Ciò premesso, possiamo ora rappresentarci schematicamente l'equilibrio monetario fra due mercati comunicanti, sempre nell'ipotesi, per adesso, di circolazione puramente metallica (o interamente coperta). A parte, come al solito, le spese di trasporto, l'equilibrio è stabilito dalle seguenti condizioni: a) che in ciascuno di essi il saggio dello sconto sia uguale al saggio dell'interesse, b) che in entrambi il livello dei prezzi sia lo stesso, si abbia, cioè, in entrambi lo stesso *p. c.* della moneta, corrispondente al suo costo di produzione.

Notiamo che noi ammettiamo esistere nel mercato **A** un saggio di interesse diverso che in **B**, benchè i due mercati si suppongano comunicanti: è un fatto di ovvia osservazione (1).

Le due condizioni a) e b) sono necessarie e sufficienti all'equilibrio monetario. Se esse vi sono, non c'è trasporto di moneta, non essendo esclusi trasporti di prodotti contro prodotti o trasporti di prodotti contro cambiali o titoli.

La differenza dei due saggi di sconto può determinare trasporti di moneta contro cambiali dal paese a saggio di sconto più basso a quello a saggio di sconto più alto. Si; ma è facile intendere che questo fatto, se le condizioni dell'equilibrio sussistono, non può essere che precario, perchè turbato allora l'equilibrio monetario, la moneta entrata come prestito, torna ad uscire in pagamento di prodotti. La medesima osservazione può farsi circa i titoli: la moneta entrata in pagamento di titoli esportati, torna ad uscire in pagamento di prodotti.

124. - Vediamo ora i cambiamenti dinamici. Basta supporre in uno dei due mercati una tensione monetaria proveniente o da una causa α) o da una β).

Supponiamo, come è nella realtà, che il mercato che si considera sia in comunicazione col resto del mondo: il che, dunque, vuol dire

---

(1) — In ciascuno dei due paesi, supposto chiuso, se nelle equazioni dell'equilibrio si enuncia a caso un dato saggio d'interesse, vi sarà una produzione di risparmio: saggio d'equilibrio è quello per il quale la domanda a quel prezzo è uguale all'offerta a quel prezzo. Se ora si immaginano due mercati comunicanti, si può applicare al risparmio quanto si è detto per un prodotto qualsiasi che passi da un mercato esportatore ad un mercato importatore: sol che bisogna riferirsi ai tassi *netti da rischio* secondo l'apprezzamento che gli esportatori di risparmio fanno del rischio nel paese proprio ed in quello in cui lo esportano. I saggi d'equilibrio sono dunque diversi, benchè i mercati siano comunicanti. La differenza fra essi proviene dalle spese di trasporto, e sopra tutto dal diverso apprezzamento del rischio.

che il livello dei prezzi se spostato da $\acute{A}$ tende a tornarvi. Le due figure 18 e 19 indicano, rispettivamente pel caso α e pel caso β, la posizione iniziale, quella intermedia, e quella finale.

Il meccanismo è facile ad intendersi.

α) La diminuzione della quantità di moneta ha per effetti un abbassamento del livello dei prezzi ed un rialzo del saggio dello sconto; il che provoca una entrata di moneta metallica contro l'uscita di prodotti, cambiali e titoli (il prezzo di questi ultimi si abbassa): onde l'equilibrio monetario è ricondotto alla posizione di prima.

β) Il nuovo equilibrio è portato alla posizione M'' attraverso ad un meccanismo in tutto analogo.

125. - Un'osservazione è da fare circa gli effetti di questi cambiamenti dinamici, secondo che la tensione monetaria — sia per una causa α) o per una causa β) — avvenga nel paese a più basso saggio d'interesse, e quindi di sconto normale, o in quello a più alto saggio. E ciò specialmente per quanto riguarda l'entrata di moneta contro l'uscita di cambiali.

Quando la tensione monetaria avviene nel paese a più basso saggio, non è possibile per esso l'entrata di moneta contro cambiali, perchè la tensione monetaria rende ancora più piccolo il margine di sconto che esisteva prima: quindi l'equilibrio monetario non può essere ristabilito, ossia l'entrata di moneta nel paese non si può ottenere, che mercè l'esportazione di titoli (più prontamente deprezzabili e richiedenti per l'esportazione un minore deprezzamento) e poi anche di prodotti, se il deprezzamento dei titoli non basta. La via dell'esportazione dei titoli è più pronta e più facile: e quindi la prima. Più pronta, perchè immediato è l'effetto della tensione monetaria a produrre un sollevamento del saggio dello sconto, e quindi a deprezzare i titoli, mentre pei prodotti il processo del loro deprezzamento è più pigro; più facile, perchè per i titoli il gradino delle spese di trasporto è così tenue, che una lieve variazione di prezzi basta a farlo superare, come accade sopra tutto dei così detti « valori internazionali ».

126. - Quando, invece, la tensione monetaria avviene nel paese a più alto saggio di interesse, e quindi di sconto normale, ciò aumenta il margine di sconto fra i due paesi, e quindi nel paese a più alto saggio, nel quale la tensione monetaria è avvenuta, ci sarà subito entrata di moneta contro uscita di cambiali: e quindi se la tensione è puramente temporanea, essa può superarsi più facilmente, nel senso che il passaggio dell'equilibrio da quale era prima della tensione a quello che sarà dopo di questa, si potrà superare senza attraversare un forte sbalzo di prezzi di titoli e prodotti che diminuiscano e di prezzi del

denaro che aumenti. Ora, che questo duplice sbalzo possa evitarsi, non è cosa da poco, perchè esso da un lato cagiona una diminuzione del prezzo dei prodotti, dall'altro aumenta il prezzo di uno dei servizi produttori, cioè quello del capitale monetario; cioè per una duplice via cagiona la rovina o una crisi di alcune imprese marginali.

127. - Sicchè, riassumendo, la via per cui vengono superate le tensioni monetarie dei paesi ad alto saggio d'interesse è anzitutto quella dei prestiti monetari, poi quella della esportazione di titoli ed in fine quella della esportazione di prodotti, e perciò per tensioni temporanee si deve far meno ricorso alla esportazione di titoli e di prodotti; mentre ai paesi a più basso saggio, nelle tensioni monetarie la via dei prestiti monetari è preclusa. E questo appunto spiega perchè dalle tensioni monetarie codesti paesi a più basso saggio di interesse siano assoggettati a più forti sbalzi di sollevamento di sconto e di abbassamento di prezzi (1).

128. - Finora — sempre rimanendo nel caso di circolazione esclusivamente metallica (o ciò che torna lo stesso, di biglietto ad intera copertura) — abbiamo fatto astrazione dalle spese di trasporto.

A cagione di queste spese di trasporto, il livello generale dei prezzi può divergere permanentemente da paese a paese senza per questo promuovere il trasferimento internazionale della moneta in un senso, di prodotti e titoli nell'altro. Quanto abbiamo detto innanzi sta egualmente, tenendo conto però delle spese di trasporto: una tensione monetaria in **A** vi abbassa il livello dei prezzi e vi solleva il saggio dello sconto; ma allora soltanto ha effetto sulla situazione monetaria degli altri paesi, quando sia si tale entità da superare il gradino *m n* (Fig. 20). Ogni tensione monetaria che non superi tal gradino, resta circoscritta nell'ambiente in cui è nata.

129. - Così pure abbiamo supposto trattarsi di due paesi soltanto; ma le conclusioni cui siamo giunti stanno egualmente per più paesi comunicanti: sol che quanto più il campo dell'equilibrio monetario si estende, tanto più diminuisce l'intensità degli effetti che dal paese in cui è avvenuta la tensione monetaria si ripercuotono sugli altri; tali effetti si allargano in estensione e diminuiscono in intensità. Il che è evidente.

130. - **Equilibrio e dinamica dello sconto in una circolazione fiduciaria.** - Finora, in questa prima fase preliminare della nostra indagine, abbiamo supposto che si tratti di una circolazione puramente metallica (od interamente coperta). Ora passiamo all'indagine, più completa e

---

(1) Questa analisi si trova molto bene esposta negli scritti del *Fanno*, dianzi citati.

conforme al caso reale, di una circolazione fiduciaria. I fenomeni dello sconto per una circolazione avariata saranno, insieme con altri, trattati a parte nel capo XIV.

131. - Quando vi è una circolazione fiduciaria non interamente coperta, i mezzi di circolazione complessivamente esistenti sono costituiti dalla massa metallica e da una circolazione scoperta. Per vedere più facilmente alcuni rapporti quantitativi, supponiamo che tutta la massa metallica del paese sia confinata nei forzieri delle banche di emissione e sostituita nel mercato da una corrispondente quantità di biglietti, alla quale si aggiunga poi quella che le banche di emissione emettono allo scoperto. Quindi la circolazione complessiva può essere rappresentata da $M + C_e$, intendendo nel primo termine rappresentata la massa metallica esistente nel paese e nel secondo la circolazione scoperta delle banche di emissione.

Ma vi è poi un'altra eccedenza dei mezzi di circolazione sulla massa metallica, e questa eccedenza ha origine nelle banche di deposito. Fino a tanto che queste ricevono biglietti in deposito da taluni e ne danno in credito ad altri, la somma dei mezzi di circolazione non cambia; ma se le banche di deposito emettono *cheks*, allora alla circolazione si aggiunge un altro termine C_d.

Vediamo la genesi di questa somma $C = C_e + C_d$ che si aggiunge alla massa di moneta metallica M per dare il totale della circolazione $M + C$; ciò per meglio comprendere come essa si espanda e si contragga con l'espandersi ed il contrarsi di M. (Fig. 21).

La banca di emissione, ritirata la massa metallica (e le conclusioni non cambiano anche se una parte di questa rimane in circolazione) emette biglietti per $M + C_e$.

Una parte dei biglietti, D, va a costituire depositi nelle banche di deposito; ma se, sulla base di questi depositi D, le banche di deposito emettono checks non in quantità D, ma in quantità $D + C_d$, ecco che allora la circolazione totale diventa appunto $M + C_e + C_d$.

Le banche di emissione espandono o contraggono l'eccedenza C_e secondo che sia maggiore o minore la massa metallica; la espansione o la contrazione della massa di biglietti espande o contrae la quantità D di depositi presso le banche di deposito, e quindi queste possono allargare o devono restringere l'eccedenza C_d. In sostanza la somma $C = C_e + C_d$ subisce, in generale, le fasi di espansione e di contrazione di M.

132. - Si noti che quel $C = C_e + C_d$ rappresenta, in certo modo, una circolazione che vien creata dagli istituti di credito; è un di più, oltre la massa metallica del paese, che circola pel credito che

queste banche hanno nel pubblico. Ma tale circolazione, creata dagli istituti di credito, ha un costo. Di questo dovremmo tener conto; non lo facciamo per non impigliarci in troppi particolari; tanto più che l'equilibrio e la dinamica dello sconto in questo caso più complesso della circolazione fiduciaria, sono, si, alquanto più intricati di quelli che abbiamo visti dianzi, ma non sono sostanzialmente diversi: la differenza è soltanto che adesso il meccanismo si svolge non già pel tramite dell'azione immediata della variazione della quantità di moneta sui prezzi e sullo sconto, ma pel tramite dell'azione mediata che quelle variazioni di moneta metallica hanno sulla espansione e sulla contrazione della circolazione fiduciaria.

133. - Tuttavia, a fine di dare una idea di quel costo della circolazione fiduciaria per quanto occorrerà dire in seguito, valgano le seguenti osservazioni.

Bisogna distinguere il costo della circolazione per le banche di deposito e il costo della circolazione per la banca di emissione; al costo di quelle corrisponde una curva, al costo della seconda un'altra: prese insieme (sommate), danno l'offerta complessiva di circolazione, cioè la quantità di circolazione, che si può avere ad un dato prezzo (sconto). Disponiamole (Fig. 22) una accanto all'altra, rovesciando la prima.

Si supponga una quantità M di moneta metallica.

Con considerazioni molto semplici (la necessità di pagare più cari i depositi, se ne vogliono disporre in maggiore quantità per allargare la circolazione) si arriva a stabilire che per le banche di deposito la curva è crescente; cioè che la quantità $a\ s$ di circolazione ha per costo marginale $o\ s$. Mentre, invece, per la banca di emissione la cosa è diversa: vi è anche qui un tratto della curva che è crescente (per le imposte crescenti che lo Stato suol mettere sulle emissioni), ma poi essa diventa verticale per i limiti legali cui la circolazione è sottoposta in rapporto alla quantità di moneta metallica M.

Quindi, *allorchè la quantità di moneta metallica è M*, al prezzo Os sconto, le banche di deposito offrono una quantità di circolazione $a\ s$, quella di emissione una quantità $s\ b$; l'offerta delle prime si ragguaglia al costo marginale; quella della seconda non al costo marginale (generalmente inferiore al prezzo pel privilegio dell'emissione), ma ai limiti legali.

Ciò, dato che la quantità di moneta metallica sia M. Se questa diminuisce e diventa M' — come nelle tensioni monetarie — la curva di costo per le banche di deposito si solleva (dovendo esse pagare i depositi più cari); e per la banca di emissione il tratto verticale si sposta a sinistra, generalmente; e quindi la medesima quantità

di circolazione *a b*, che prima si otteneva con lo sconto *Os*, non si potrà più ottenere che con lo sconto *Os'*.

Col diagramma è possibile illustrare e spiegarsi molti altri fatti dinamiei ; ma ci basta quel poco che qui ne abbiamo detto.

134. - Saggio dello sconto bancario e di mercato; la politica dello sconto. - Prima di parlare della politica dello sconto, dobbiamo tener conto di una nuova complicazione, che finora abbiamo trascurato: la differenza fra il saggio dello sconto bancario (o sconto ufficiale) e quello di mercato (o sconto libero).

Il primo è fissato di tanto in tanto dalla banca centrale d'emissione che in ogni paese si trova a capo del mercato monetario; il secondo è quello che sul mercato si forma giorno per giorno — nella concorrenza che le banche di deposito si fanno tra loro, — secondo le variazioni della domanda di circolazione e la quantità dei mezzi per soddisfarla.

Il saggio bancario è stabilito dal consiglio direttivo della banca centrale di emissione, la quale tien conto del movimento degli affari e dei possibili movimenti della riserva metallica per esportazioni ed importazioni.

Questo saggio ufficiale non dipende dal capriccio delle persone; esse non fanno che giudicare di volta in volta quale saggio convenga di adottare. E possono, naturalmente, anche sbagliarsi, fissando ora un saggio troppo alto, ora uno troppo basso, che però viene subito modificato appena si accorgano dell'errore: un saggio troppo basso intacca presto le riserve metalliche ed altera la base fiduciaria del biglietto nel senso di determinare una proporzione tra riserva e circolazione troppo bassa per la sicurezza di questa; un saggio troppo alto riduce troppo il portafoglio e i guadagni della banca, accrescendo la circolazione disponibile, che rimane inoperosa nella cassa dell'istituto.

Nell'esercizio del suo monopolio di emissione e nella fissazione del tasso dello sconto, la banca di emissione trova uu limite non soltanto nella concorrenza delle banche di deposito; ma anche nei criteri relativi alla conservazione della base fiduciaria al suo biglietto.

135. - Le variazioni del saggio ufficiale — che sono sempre poco fraquenti — sono poi più o meno frequenti, secondo l'uno o l'altro mercato monetario. Anche l'ampiezza di queste variazioni non è uguale dappertutto: i vari mercati monetari hanno sotto questo aspetto una fisonomia propria caratteristica, come vedremo a suo luogo.

136. - In opposizione al saggio bancario, che rimane invariato entro certi periodi di tempo, e i cui movimenti sono più che altro misure preventive in vista di eventi monetari futuri, il saggio di mercato si muove di continuo per la concorrenza dei vari operatori, ciascuno dei

quali non si preoccupa punto degli effetti che un saggio basso può avere sui cambi esteri e sulle esportazioni metalliche del paese, tanto più che ciascuno di essi, a ragione, ritiene che la sua azione individuale non possa avere un effetto apprezzabile. La concorrenza fra loro fa che si arrivi — o si tenda — ad un saggio di mercato determinato dalla domanda di circolazione e dal costo marginale.

Il criterio della banca di emissione, invece, nel fissare il suo saggio, è diverso, come abbiamo visto; non è quello del costo marginale, che di solito per essa è inferiore al saggio di sconto bancario.

137. - Per intendere bene la questione dei due saggi, conviene separare l'offerta di circolazione della banca di emissione da quella delle banche di deposito. Se *a b* (Fig. 23) è la domanda di circolazione, ed al saggio di sconto *o m* si offra la quantità di circolazione *m n*; questa si può scindere in *m p* offerta dalle banche di deposito (la curva dei costi è quella delle sole banche di deposito) e *p n* dalla banca di emissione.

Ciò premesso, in condizioni statiche, la differenza fra sconto bancario e sconto di mercato in realtà non esiste. Le banche di emissione, le quali hanno un gran numero di succursali, devono pubblicare un unico saggio dello sconto che valga per tutte; ma questa uniformità puramente nominale. Se (Fig. 24) non vogliono essere tagliate fuori dal mercato dello sconto, devono di necessità, scontare a meno nelle piazze dove le sole banche di deposito basterebbero a saturare il mercato ad un saggio minore di quello ufficiale (a) e possono scontare a quello ufficiale (b) soltanto là dove questa saturazione del mercato da parte delle banche di deposito non potrebbe accadere che ad un saggio più alto di quello ufficiale.

Là dove, in sostanza, i mezzi sul mercato libero abbandano (a), la banca di emissione deve di necessità operare a sconto più basso di quello ufficiale. Essa non può dettar legge che là (b) dove i mezzi del mercato libero siano scarsi. Comunque, si vede dal grafico che il saggio effettivo a cui sconta la banca di emissione, nei tempi normali, è poi, in sostanza, quello stesso del mercato libero.

138. - La vera divergenza fra i due saggi, nel senso di un saggio bancario superiore a quello di mercato, si ha nei cambiamenti dinamici delle tensioni monetarie, quando la banca di emissione, in difesa delle riserve metalliche, sia costretta a rialzare il suo saggio di sconto. Allora si verifica spesso una vera antitesi tra banca e mercato, che merita di essere un po' minutamente analizzata.

Quando per il sollevamento del cambio al disopra del punto dell'oro, la riserva metallica minaccia di diminuire e la banca di emissione sol-

leva il saggio dello sconto per difendere questa riserva, essa non fa in sostanza che anticipare ciò che verrebbe da sè, ma più lentamente e con danno, cioè con parziale riduzione della riserva (danno che è reale, si intende, soltanto quando questa riserva sia relativamente scarsa rispetto alla circolazione, e che non sussiste quando si tratti di sistemi di circolazione, come per es. in Francia, in cui le riserve metalliche abbondano).

Col pronto sollevamento del saggio dello sconto la banca, come sappiamo, mira a restringere la circolazione $M + C$, deprezzare titoli e prodotti e fare che, quando sia possibile, mezzi di pronto pagamento, attratti da più alto saggio di sconto, siano posti di fuori a disposizione del mercato.

Ora il fatto dell'esistenza contemporanea di banche di deposito è un inciampo, spesso, al pronto conseguimento di questo risultato. Infatti in quel C, a noi noto, della $M + C$, vi è una circolazione scoperta della banca di emissione che questa controlla direttamente; ma vi è anche una circolazione fiduciaria delle banche di deposito (consistente in *checks* generalmente) alla quale non corrisponde un complesso di depositi reali. Certamente dopo qualche tempo, ristretta la circolazione della banca di emissione, diminuiti, perciò, e diventati più cari i depositi reali presso le banche di deposito, divenuto quindi più caro per queste il costo della loro circolazione, esse non possono fornire la stessa quantità di circolazione di prima allo stesso prezzo di prima: ma fino a tanto che ciò non avvenga, fino a tanto cioè che la curva di costo per le banche di deposito non si sollevi, la circolazione di queste anzi che contrarsi anche essa per effetto del sollevamento del saggio dello sconto tatto dalla loro concorrente da m ed m', (Fig. 25) rimane la stessa o magari tende anzi ad espandersi da $a\ b$ a $c\ d$.

E, quindi, in questo frattempo la banca di emissione è impotente a porre un freno alle soprastanti esportazioni metalliche. Ciò spiega come la banca di emissione, ad accelerare l'elevamento del costo delle banche di deposito, ricorra talvolta ai mezzi più energici. La banca di Inghilterra, per esempio, toglie talvolta i fondi disponibili al mercato per accrescere i suoi; e ciò, per esempio, o col vendere a contanti e comprare a termine i fondi pubblici che ha in cassa, o anche facendosi dare in prestito contro interesse una parte dei fondi che ilmercato depositava presso le banche: in sostanza attraendo a sè i depositi, pagandoli meglio e sostituendosi al mercato libero nelle operazioni di sconto.

139. - Come si vede, la banca centrale non può trascinarsi dietro il mercato, non può, se non sottoponendosi a gravi sacrifizi, riuscire a far restringere la circolazione anche delle banche di deposito, quando

ciò sia richiesto dalle necessità internazionali. E perciò, quando questo dominio sul mercato non le sia necessario, la banca centrale lo segue in qualche modo, anzichè tentare di trascinarselo dietro. Ecco perchè la divergenza tra i due saggi è in sostanza un fatto che si manifesta solo in condizioni dinamiche e che scompare tosto che queste condizioni non ci siano più.

140. - Avviene talvolta in momenti di panico che, senza che le riserve metalliche del paese sian diminuite, i depositi delle banche ordinarie scemino; che, quindi, il costo della circolazione scoperta per le banche di deposito si sollevi, e che la circolazione scoperta di queste si contragga; ossia che allo stesso saggio di prima non si possa avere che una disponibilità di mezzi di scambio minore di quella di prima, o che per ottenere quella di prima sia necessario pagare un saggio ben più alto (Fig. 26). In tali casi la banca di emissione, quando abbia solido credito ed una circolazione elastica, non ha alcun motivo a volere che lo sconto si sollevi, dacchè le sue riserve non sono minacciate; può avere interesse, invece, a profittare della circostanza per riempire essa il vuoto *a c*.

Allora si dice che l'elasticità della banca può attenuare i disastri provenienti dai rapidi sbalzi di sconto di cui questi panici sono cagione e della rapida contrazione della circolazione. Ed il concetto è esatto; e certamente è questo un vantaggio di una circolazione elastica delle banche di emissione, per provvedere a tali circostanze, quando nei tempi ordinari tutto il massimo ad esse concesso non sia stato raggiunto. L'elasticità in tanto giova, in quanto nelle circostanze ordinarie non se ne usi.

141. - In conclusione, circa la politica dello sconto è errore pensare che le banche di emissione esercitino sul mercato dello sconto un imperio assoluto e capriccioso. Certe loro iniziative non sono che il risultato di una più precisa e immediata conoscenza che esse hanno delle oscillazioni nelle disponibilità monetarie. Esse, quando siano ben dirette, non fanno che obbedire alle leggi economiche nell'interesse degli stessi loro azionisti; il quale interesse, considerato da un punto di vista largo e durevole, collima perfettamente con la conservazione della più ampia fiducia al loro biglietto. Non è del loro interesse, inteso in questo largo senso, che per avidità di immediati lucri, esse eccedano nel portafoglio, e trascurino la funzione importante che loro spetta circa le riserve monetarie e la circolazione fiduciaria del paese.

142. - **Il saggio dello sconto nelle crisi.** — Le variazioni dinamiche dovute ai periodi ciclici delle crisi presentano un triplice fatto caratteristico: un accrescimento della quantità di affari, e quindi un solleva-

mento della domanda di circolazione; un sollevamento del livello generale dei prezzi; un aumento del saggio dell'interesse. Sicchè ogni tappa da 1 a 2 dell'ascensione può esser rappresentata come nella figura 27. Il saggio dello sconto oscilla attorno ad un saggio di interesse che non si mantiene costante nel tempo, ma ha un movimento di ascensione proprio.

143. - L'ondata di ascensione si verifica con una certa contemporaneità nei vari paesi che ne sono investiti: ma questa contemporaneità non è assoluta. Sicchè, prendendo ad esame un paese **A**, in questo l'ondata di ascensione comincia quando in **B** non è iniziata ancora; donde in **A** un saggio dello sconto più alto del normale; e quindi un flusso di moneta da **B** verso **A**, contro uscita da **A** di cambiali o di titoli deprezzati. (1)

Ma ecco che mentre **A** è in ascensione, comincia l'ascensione anche per **B** poi per **C**.....; onde la moneta che **A** ha avuto in prestito viene ridomandata, mentre è tuttavia vivo in **A** il bisogno di maggiore circolazione, determinatovi non soltanto dal maggior movimento di affari, ma anche dal sollevato livello dei prezzi. Donde questi fatti:

1) La lotta a colpi di rialzo di sconto, e talvolta anche di ostacoli posti alle esportazioni auree, con che ciascun mercato cerca di attrarre a sè la maggior parte della moneta fluttuante del mercato internazionale;

2) Siccome l'oro che serve di base alla circolazione non può improvvisamente espandersi sul mercato internazionale, ai bisogni della circolazione si provvede con espansione dal termine *C*, alla quale le banche di deposito sono incitate dal sollevato saggio dello sconto; quindi una larga espansione della circolazione sopra una relativamente tenue massa d'oro;

3) Quando poi, nella discesa, i depositi delle banche vengono ritirati, viene a cessare d'un tratto tutta la circolazione fiduciaria basata su di essi, e quindi una contrazione violenta dei mezzi di scambio;

4) E' soltanto quando i prezzi sono crollati e si chiude il ciclo, che, scemato il bisogno di circolazione, il saggio dello sconto scende ad un tratto.

---

(1) E' vero che l'ondata di ascensione in **A** vuol dire anche aumento di prezzi dei prodotti in **A**; e quindi una causa che tenterebbe a determinare una uscita di monete da **A**, in contrapposto all'altra causa del sollevamento del saggio dello sconto, che tende a determinare un movimento in senso inverso. Ma come l'ascensione dei prezzi dei prodotti è più pigra, di solito il movimento di entrata di moneta derivante dall'aumento del saggio dello sconto ha prevalenza su quello inverso di uscita. Ecco perchè, dunque, in questa prima fase un afflusso di moneta da **B** in **A**.

144. - Di queste vicende dello sconto sono molti gli esempi. Eccone uno. Ci riferiamo al periodo 1900-1907, un po' prima ed un po' dopo, contrassegnato appunto dalle due crisi del 1900 e del 1907.

Qualche anno prima del 1900 in Germania si inizia un periodo di grande sviluppo industriale, il saggio dello sconto a Berlino nel 1898 oscilla fra il 4 e il 6 %, mentre a Parigi varia dal 2 al 3: centinaia di milioni sono investiti dai banchieri francesi in cambiali tedesche, molti titoli tedeschi, deprezzati in patria, prendono la via di Francia; effetto, un esodo metallico dalla Francia verso la Germania. Ma sopravviene anche in Francia un risveglio di attività industriale; di poi anche in Inghilterra. I banchieri francesi ritirano i loro denari di Germania, malgrado i rialzi di sconto che la banca dell'Impero fa per non lasciarli sfuggire. Viene la crisi del 1900 in Germania: contrazione della circolazione, crollo dei prezzi, diminuzione del saggio dello sconto.

Dopo il periodo di depressione susseguente alla crisi del 1900 e precedente quella del 1907, interviene in America un risveglio delle industrie e dei commerci: il bisogno cresciuto di circolazione vi cagiona un rialzo di sconto. E quindi per la via di prestiti monetari contro cambiali e per quella della esportazione di titoli deprezzati, correnti d'oro da Londra affluiscono a New-York.

La banca di Inghilterra — alla quale si accentrano le domande d'oro di tutti i paesi, come a raccoglitrice e dispensiera dell'oro proveniente dalle colonie — deve rialzare il saggio dello sconto dal 2 ½ % al 3, al 4, al 6 % malgrado i continui arrivi d'oro dal Transvaal. Il fatto è acuito dai bisogni di circolazione della Germania, la quale risollevatasi dalla scossa patita nel 1900, già nel 1904 ha ripreso l'ascensione.

Nel 1906, 90 milioni di dollari in moneta metallica — di cui tre quarti circa dalla sola Inghilterra — hanno preso la via degli Stati Uniti. (1)

Grande è la tensione monetaria in tutti i mercati d'Europa. (2)

Quando poi l'attività industriale e commerciale si arresta negli Stati

---

(1) Il movimento di risparmio verso gli Stati Uniti nel 1906 era di circa mezzo miliardo di dollari: sta a dimostrarlo l'eccesso delle importazioni in America che gli Stati Uniti pagavano con titoli.

(2) Nel momento della maggiore tensione, la Banca di Inghilterra si trova così poco provvista d'oro, che, per fare fronte al solito *drain* autunnale, è costretta a chiedere tre milioni di sterline in prestito alla Banca di Francia, riscontandovi una parte del suo portafoglio. Questa colossale operazione di risconto internazionale è allora nuova negli annali della banca, ma se ne hanno poi frequenti esempi.

Uniti e vi sopraggiunge il crollo, i bisogni della circolazione vi scemano: diminuisce il saggio dello sconto; le correnti monetarie verso gli Stati Uniti cessano. Anzi vi è ora un afflusso di risparmio americano che si volge all'Europa: il fatto è accusato ora da un eccesso di esportazioni dall'America, in cambio del quale questa ritira una parte dei suoi titoli: la corrente di risparmio ha un'avanguardia di metallo, la quale, giungendo sul mercato di Londra, vi fa gradatamente ribassare il saggio dello sconto al 4 %.

145. - Alcune brevi osservazioni su questi fatti. Perchè la banca di Francia accondiscese al prestito alla banca di Inghilterra fattole, naturalmente, con la cessione di una parte del portafoglio di questa?

Perchè diversamente la banca d'Inghilterra sarebbe stata costretta a sollevare il saggio dello sconto; la banca di Francia, quindi, non avrebbe egualmente potuto impedire l'uscita di quest'oro, se non sollevando il saggio dello sconto a sua volta, con turbamento del mercato francese. E quando pure avesse considerato questa uscita di oro come non pericolosa per la consistenza della circolazione fiduciaria francese e l'avesse lasciata compiere senza ricorrere a sollevamenti di saggio di sconto, il prestito negato all'Inghilterra e il conseguente forte sollevamento del saggio del mercato inglese con gli effetti che nell'economia inglese ne sarebbero state le conseguenze, non avrebbero potuto a meno di ripercuotersi indirettamente anche sull'economia francese. Perchè dunque avrebbe dovuto la banca di Francia — che ad una parte della sua considerevole massa d'oro poteva sostituire un buon portafoglio inglese — perchè avrebbe dovuto costringere l'Inghilterra a procurarsi l'oro francese attraverso ad un mezzo che avrebbe portato turbamento all'economia inglese, e, per contraccolpo, anche a quella francese? E' nell'interesse comune, per la solidarietà economica che vi è tra i mercati internazionali, che quando uno si trovi in difetto di capitale monetario, e sia costretto, per procurarselo, a sollevare notevolmente il saggio dello sconto, quell'altro mercato che di capitale monetario abbondi e possa privarsene temporaneamente senza danno, lo metta a disposizione del primo per evitare i contraccolpi economici.

Ecco la ragione di questi grandi prestiti internazionali a breve scadenza, con i quali tutti i mercati, quando possono, vengono a sussidio di quello inglese per evitargli la necessità di forti sollevamenti del saggio dello sconto.

146. - Il saggio dello sconto nelle guerre — Ci riferiamo a quanto è accaduto nelle guerre precedenti a quest'ultima. Se e in quanto, poi, i fenomeni della guerra attuale, per quanto riguarda lo sconto, si atteggino diversamente, vedremo a suo tempo.

Le guerre si possono contrapporre alle crisi in questo senso: che mentre le crisi provocano grandi sbalzi nello sconto, e poco influiscono sul saggio dell'interesse — perchè la distruzione di risparmio che ad esse si connette, avviene in un periodo in cui scemano anche i campi di investimento; nelle guerre, invece, in cui l'effetto caratteristico è una grande distruzione di risparmio, forti sono le oscillazioni del saggio dell'interesse e limitate, invece, quelle del saggio dello sconto.

Il che è una nuova prova che lo sconto non è un fenomeno di risparmio, ma un fenomeno essenzialmente monetario; che solo in via indiretta vi è relazione tra interesse e sconto.

147. - Ed infatti durante una guerra il saggio dello sconto, tranne in un primo momento, non ha grandi oscillazioni.

Durante il conflitto franco-germanico all'annunzio della dichiarazione di guerra fatto dalla Francia lo sconto in Germania dal 3 al 3 $^1/_2$ sale al 9 o 10 %; ma la tensione monetaria dura pochi giorni; alla fine di luglio è già scomparsa.

Verso la fine del 1899, in occasione della guerra anglo-boera, si ha in Inghilterra una tensione monetaria che fa salire lo sconto fino al 6, 7 %; ma poco dopo l'apertura delle ostilità si scende agli usuali saggi.

Neppure negli stati neutrali si notano tensioni monetarie: nell'ultima guerra russo-giapponese nessuno degli stati d'Europa si vede costretto ad aumentare il saggio di sconto durante la guerra: anzi si vede nel 1904 il saggio discendere in Inghilterra dal 4 al 3, la banca di Francia mantenerlo immutato per tutta la guerra, la Germania conservare il suo saggio del 4 %.

Si noti ancora: il largo ricorso a prestiti di guerra fece elevare l'interesse non solo negli stati belligeranti, ma anche negli stati prestatori di risparmio: ma lo sconto no: anzi si vide questo, che a Parigi e a Londra, dove largamente ricorrevano i belligeranti pel prestito, non soltanto il saggio dello sconto non si sollevò, ma nel secondo trimestre del 1904 il saggio di mercato giunse a Parigi fino all'1 $^1/_4$ e a Londra sino al 2.

148. - Come si spiega tutto questo? Al principio della guerra lo sconto negli stati belligeranti si solleva subitamente perchè gli stati prestatori ritirano i loro capitali e in ogni stato belligerante il panico dei primi giorni induce molti individui a ritirare i loro depositi e tesaurizzarli nell'attesa di vedere come si mettano le cose. Donde un sollevamento del saggio dello sconto, il quale presto scompare, passato il primo panico. E si capisce che così debba accadere. Alle prime spese della guerra non si provvede già togliendo moneta dalla circolazione, bensì con mezzi già predisposti all'uopo (contanti in cassa, tesoro di

guerra, riserva metallica delle banche); per le spese successive si ricorre a prestiti, che fanno sollevare il saggio dell'interesse, nei paesi belligeranti ed anche in quelli neutrali, ma che però non cagionano — e non ce ne è motivo, generalmente — notevoli sbalzi di sconto. Nei mercati neutrali che fanno prestiti ai belligeranti c'è entrata di titoli e uscita di tratte e prodotti; vi può anche essere una parziale uscita di moneta, ma gli sbalzi che questa cagiona sui saggi dello sconto, sono tenui, tanto più se, come spesso accade, una parte del prestito è spesa nei paesi stessi neutrali, per conto degli stati in conflitto.

Anzi, come accadde a Parigi ed a Londra, l'afflusso in questi centri, di denaro e tratte dall'interno e dall'estero per sottoscrivere i prestiti emessi dalla Russia e dal Giappone, vi determinava un'abbondanza di medio circolante che non era di breve durata, perchè Giappone e Russia lo spendevano in gran parte sul posto in pagamento di materiali da guerra.

149. - Egli è che la moneta è un semplice mezzo per gli scambi ed i pagamenti; non ha nulla a che fare — se non in via affatto indiretta — col moltiplicarsi o distruggersi del risparmio, col sollevarsi o restringersi della sua domanda ossia con l'allargarsi o restringersi dei suoi campi di impiego. Talvolta abbonda il risparmio ed è *basso*, quindi, il suo saggio di interesse; ma appunto perchè abbonda e perchè il passaggio da chi lo possiede a chi lo fa produrre richiede l'intervento della moneta, talvolta appunto per questo, il saggio dello sconto si solleva.

150. - Conclusione. - Sconto e interesse sono due quantità diverse, che tenderebbero a livellarsi soltanto se si potesse immaginare una situazione di fatto lungamente immutata. Ma questa supposizione è assolutamente fuori della realtà. Ecco perchè, pur avendo assegnata la dovuta parte alla possibilità di una certa azione attenuatrice degli scarti fra sconto e interesse, in questa trattazione dello sconto esso è stato sempre considerato come una quantità economica a sè e non come una sottospecie dell' interesse: lo sconto è il prezzo d'uso di un capitale (quello monetario), il quale nel dinamismo del mercato è soggetto a notevoli sbalzi di domande, mentre le variazioni delle quantità disponibili sono lente di loro natura.

Questa sostanziale differenza fra saggio d'interesse e saggio dello sconto non è che un caso particolare d'un fatto più generale: la divergenza fra saggio dell'interesse del risparmio e tasso del frutto dei capitali non facilmente riproducibili.

IX. - Cambio e sconto.

151. - Di alcune connessioni tra cambio e sconto. - Il cambio è una quantità economica, e quindi varia col variare di tutte le altre. Ma una connessione speciale è di gran momento per lo studio del mercato monetario: quella che vi è tra cambio e sconto.

Vediamo il tramite per cui una variazione nel saggio dello sconto ne cagiona una in senso inverso nel cambio (definito nel nostro modo univoco).

152. - Una premessa. Dacchè la moneta è così facilmente trasportabile, come accade che il saggio dello sconto non sia il medesimo in tutti i paesi, salvo ben si intende le spese di trasporto, commissioni, assicurazioni etc.? Perchè la moneta non corre dove il saggio è maggiore, e perchè, quindi, questa mobilità non agguaglia i diversi saggi? Per la semplice ragione che la moneta serve a scontare cambiali: e chi ha moneta non si fida della clientela più lontana, si fida della clientela vicina che conosce. I mercati dello sconto sono quindi in gran parte come altrettanti mercati chiusi: in ognuno di questi vi è una domanda ed una offerta propria; e quindi per ciascuno un determinato saggio.

Ma se i mercati dello sconto non sono comunicanti — e se ciò, quindi, spiega la differenza degli sconti d'equilibrio — non bisogna credere che essi siano assolutamente chiusi; vi sono tuttavia cambiali di primissimo ordine che emigrano dal paese a sconto più basso, nel paese a sconto più alto. E di queste cambiali intendiamo occuparci (1).

153. - Non basta che in **A** ci sia uno sconto più alto che in **B**, perchè *queste* cambiali passino da **B** in **A**, e, che da **A** in **B** passi moneta o carta breve: è necessario anche che il sollevamento dello sconto in **A** sia almeno eguale ad una certa quantità, che si tratta di

(1) Tutta la questione dello sconto in mercati diversi può presentarsi così. Nello sconto c'è un elemento *rischio* che è differente da paese a paese. Separando, sia pure idealmente, questo rischio quale è in un paese e nell'altro — ossia qual'è apprezzato nel paese proprio e in quello forestiero dai possessori di moneta — si arriva alla concezione, sia pure astratta, di uno sconto *netto*. Ora non c'e motivo perchè gli sconti *netti*, tenuto conto delle spese di trasporto, non dovrebbero tendere ad eguagliarsi. Ma da ciò si vede che: a) nel fatto gli sconti *reali* possono divergere di molto; b) per certi impieghi (e tali sono le cambiali di primissimo ordine per le quali il rischio è tenue e uniformemente apprezzato) il saggio dello sconto nei vari paesi tende ad adeguarsi ad un comune livello, tenendo però conto di uno speciale *gradino* che si deve superare e del quale diremo subito qui in seguito.

determinare, e che dipende dalla *ampiezza delle possibili oscillazioni del cambio.*

154. - Supponiamo si tratti di Germania ed Inghilterra.

Una forma d'investimento delle disponibilità bancarie è quella di impiegarle in carta forestiera: e fra le varie carte forestiere, quando l'investimento convenga, è preferita la buona carta inglese, merce sempre facilmente vendibile.

Se *OA* (Fig. 28) è il cambio, una sterlina a tre mesi, poniamo, costerà al banchiere di Berlino *BM* marchi, meno lo sconto; ed egli fa assegnamento che alla scadenza ne ricaverà *BM* marchi. Ma nel frattempo il prezzo della sterlina può salire o discendere. E perciò l'investimento in carta inglese avverrà con maggior facilità quando il prezzo della sterlina a vista è basso e non ha margine per discendere ancora, che non quando è alto; cioè l'investimento conviene quando il cambio è *favorevole* a Berlino.

Quindi non basta che lo sconto a Londra sia più alto che a Berlino perchè avvengano investimenti di banchieri tedeschi in carta lunga inglese. Anche è necessario che il Londra a vista sia basso, giacchè quanto più vicino esso è al punto superiore dell'oro O_1, tanto maggiore è il campo di una possibile discesa e tanto maggiore, quindi, è il rischio di realizzare meno nella vendita.

E perciò mentre una piccola differenza di sconto quando il prezzo della sterlina sia basso, provoca delle compre di sterline da parte dei banchieri tedeschi e solleva il prezzo della sterlina; per provocare delle compre ed ottenere il medesimo sollevamento quando il prezzo della sterlina sia più alto, occorre un maggiore margine di sconto; ossia, ancora, l'effetto di un dato rialzo dello sconto sul cambio è tanto più piccolo quanto più si è lontani dal prezzo minimo della sterlina (1).

155. - Dalle considerazioni ora fatta si traggono alcune importanti conseguenze.

Il banchiere tedesco che compra carta lunga su Londra, ha, come abbiamo visto, da un lato il guadagno del margine di sconto (differenza fra lo sconto a Londra e quello di cui potrebbe fruire a Berlino impiegando qui le sue disponibilità), ma dall'altro ha il rischio di tutta la possibile oscillazione del prezzo della sterlina fino al punto inferiore dell'oro; è dunque necessario, perchè egli si decida a comprare ster-

(1) Ben s'intende che questa compra di carta lunga inglese fatta da banchieri tedeschi, non implica punto che questi mandino oro in Inghilterra; comprano carta lunga facendo trarre su di sè, a Londra, per una corrispondente somma di carta a vista: il che appunto fa diminuire a Londra il prezzo del Berlino a vista, concorrendo ad attenuare il cambio sfavorevole di Londra su Berlino.

line, che il margine di sconto lo compensi almeno di questa possibile perdita. Dunque per ogni stato del cambio, x, ci vuole, almeno, un certo margine di sconto y per determinare i banchieri tedeschi all'acquisto di carta inglese; vale a dire che l'aumento dello sconto a Londra non ha alcun effetto sul cambio se il margine di sconto non raggiunge almeno questo minimo.

Valiamoci di qualche esempio (Fig. 29). Sia 20.43 la parità; e 20.35 e 20.51 siano il minimo e il massimo prezzo in marchi della sterlina, cioè i punti dell'oro. E' facile vedere che se si considera carta a tre mesi, al cambio 20.35 basta un piccolo margine di sconto (quello sufficiente a pagare le spese di commissione ecc.) per determinare la compra di sterline dai banchieri tedeschi, mentre al cambio 20.51 bisogna che questo margine sia almeno del 3.20 % (corrispondente a 0.80 per trimestre) per compensare la possibile perdita di 0.16 marchi per sterlina, ossia circa 0.16 su 20 marchi, ossia ancora del 0.80 % appunto.

Se per ciascuno stato del cambio (ascissa) si calcola — ed è assai facile — l'ordinata corrispondente, si ha una curva, che potremo dire dei margini di sconto minimi necessari a determinare delle compre di sterline a tre mesi da parte dei banchieri di Berlino. Pei quali, dunque, l'allettamento di un maggiore sconto, dev'essere tanto maggiore, quanto più il prezzo della sterlina è alto.

156. - Ma un'altra importante conseguenza si trae da queste premesse. Se al cambio *a* (Fig. 29) un margine *am* di sconto o superiore basta a far trasportare da un mercato all'altro questa carta di primissimo ordine di cui qui parliamo — come una differenza di prezzo eguale alle spese di trasporto o superiore basta a far trasportare una merce da un mercato all'altro; si conclude che, dunque, per ogni stato del cambio la differenza di saggio dello sconto fra i due mercati (s'intende, però, sempre sconto di questa *speciale* carta) non può essere permanentemente maggiore dell'ordinata della curva, perchè se la supera, allora avviene spostamento della carta dal luogo ove il saggio è più basso a quello dove il saggio è più alto, così come il prezzo di una merce in due mercati comunicanti non può essere permanentemente superiore alle spese di trasporto, perchè se è superiore i prezzi si equilibrano su queste differenze.

E dunque gli scarti degli sconti, per *questa* carta, si equilibrano secondo « una spesa di trasporto » — diciamo così a guisa di immagine — la quale non è fissa, ma variabile con lo stato del cambio: la spesa di trasporto è piccolissima — restiamo nel caso di Berlino e Londra e di Berlino che faccia prestiti a Londra — quando Berlino ha

il cambio al massino grado favorevole, ossia la sterlina è nel massimo deprezzamento, e cresce quanto più la sterlina sia cara.

157. - Nella realtà quel certo margine di sconto necessario, secondo il prezzo del cambio, per rendere comunicanti i mercati di quelle *speciali* cambiali, è più piccolo, generalmente, di quanto non sia accusato da questa indagine, la quale non rappresenta se non una prima approssimazione. I banchieri conoscono molto bene il mercato monetario, sanno fare attendibili previsioni sulle possibili oscillazioni del cambio in un dato periodo di tempo, e quindi non hanno bisogno di mettersi proprio al sicuro contro l'eventualità — rimaniamo nell'ipotesi di Berlino e Londra — che la sterlina ribassi fino all'estremo punto dell'oro. E quindi, per questa ragione, le divergenze dei saggi di sconto (sempre, si intende per *quelle* speciali cambiali) potranno essere minori di quanto non sia accusato dal nostro grafico.

Come potranno essere maggiori in tempo di crisi o in previsione di crisi, quando i banchieri siano distolti dall'impiegare i loro fondi all'estero, non ostante il saggio di sconto più alto che potrebbero percepire.

158. - Qual'è il meccanismo col quale ciò avviene? Supponiamo Germania ed Inghilterra, di cui questa abbia cambio sfavorevole.

Il meccanismo pel quale un rialzo del saggio dello sconto in Inghilterra vi deprime il cambio (vi solleva il prezzo della sterlina) è che, in virtù dell'accresciuto saggio dello sconto in Inghilterra — quando il margine di sconto diventi adeguato, come abbiamo visto, all'altezza del cambio — una parte delle disponibilità delle banche tedesche è impiegata in Inghilterra, comprandovi carta lunga e pagandola col fare trarre carta breve sulla Germania. Una parte del passivo della bilancia dei pagamenti dell'Inghilterra è passata a gravare la bilancia delle obbligazioni.

159. - Come si corregge il cambio. - In una circolazione supposta di sola moneta metallica (o interamente coperta) il cambio sfavorevole tende a correggersi automaticamente da sè.

Nè v'è pericolo o danno alcuno ad abbandonare il mercato all'azione spontanea delle forze economiche: mai esso può rimanere privo di moneta, poichè il cambio sfavorevole stesso determina quel deprezzamento delle cambiali, dei titoli e dei prodotti che è necessario a farlo sparire.

160. - Diverso è il caso in una circolazione fiduciaria. Nei paesi a sistemi di credito evoluto i metalli preziosi si rifugiano nei forzieri delle banche e stanno a rappresentarvi la base di questa circolazione fiduciaria. Quando in tali paesi il cambio è sfavorevole, due casi pos-

sono darsi : a) che esso non esca dai punti dell'oro, e non c'è perciò esodo d'oro; b) che il cambio esca dai punti dell'oro, e perciò vi sia esodo d'oro.

a) Nel primo caso, non c'è motivo di non lasciare il ripristino della situazione e la scomparsa del cambio all'azione delle forze economiche, le quali si svolgono ed operano per lo stesso tramite che in una circolazione puramente metallica.

b) Nel secondo caso, invece, si può correr rischio di vedere assottigliate di troppo le proprie riserve metalliche, e si è, dunque, obbligati a regolare la circolazione fiduciaria, sollevando rapidamente il saggio dello sconto.

161. - Si adopera spesso la dizione che una banca di emissione col sollevare il saggio dello sconto « *difende* » le proprie riserve metalliche. La dizione è esatta, quando sia intesa nel suo vero senso. Con essa non si dice cosa che contraddica all'altra che una banca di emissione deve sempre barattare il biglietto a qualsiasi richiesta e che l'oro che essa ha, le serve appunto per questo. Deve « difendere » le proprie riserve metalliche non già negando l'oro a chi glielo richiede; deve « difenderle », anzi, appunto per potere meglio corrispondere a tali richieste; deve « difenderle » deprezzando la carta lunga, i titoli e i prodotti, affinchè esse riserve non abbiano automaticamente ad uscirsene e non abbia a verificarsi che incontri difficoltà ad ottenere oro chi ne abbia bisogno nei suoi rapporti di commercio internazionale. Col sollevamento del saggio dello sconto la banca di emissione, pur rimanendo sempre pronta a dare oro a chi ne chieda in cambio di biglietti, fa che scemi questa necessità di chiederle oro. Questo è il vero senso della frase che qui commentiamo.

162. - Sollevando il saggio dello sconto, non si fa cosa a capriccio; il cambio sfavorevole e l'uscita di oro stanno ad indicare che il prezzo della moneta in prodotti è troppo basso, che il prezzo d'uso del capitale monetario è troppo basso; che bisogna restringere la circolazione; il che non si può fare che alzando lo sconto. Se si avesse l'ostinazione di non voler sollevare lo sconto, in guisa da giungere da m ad m' (Fig. 30), svanirebbero le riserve metalliche e si andrebbe incontro ad una crisi ben più grave di quella che si voleva evitare.

163. - Si può domandare qual norma abbia la banca per compiere subito intelligentemente questo sbalzo. Bisogna possedere una idea chiara degli effetti che gradualmente produce il sollevarsi del saggio dello sconto.

Questo sollevamento fa abbassare sia il prezzo delle cambiali lunghe, sia quello dei titoli, sia — attraverso alla rarefazione dei mezzi di

scambio — quello dei prodotti; tende a far sì che il pareggio della bilancia internazionale, che si sarebbe effettuato con esodo di moneta, si effettui invece in minima parte con esodo di questa ed in parte maggiore con cambiali, titoli e prodotti.

Se non che diverso è il modo come cambiali, titoli e prodotti adempiono questa funzione, secondo la diversa sensibilità loro a prontamente deprezzarsi sotto l'azione del sollevamento del saggio dello sconto. Sotto questo aspetto, la graduatoria, per dire così, è appunto questa: le cambiali, i titoli e — a distanza — i prodotti. Questi ultimi non soltanto sono più lenti a deprezzarsi, ma anche, a cagione delle spese di trasporto, richiedono un deprezzamento più forte per diventare esportabili, e quindi un più alto sollevamento del saggio dello sconto.

Un lieve sollevamento del saggio di sconto — quando il cambio è molto sfavorevole — agisce immediatamente sul prezzo della carta lunga e basta a provocarne l'esportazione (si ricordi quanto abbiamo detto innanzi sui rapporti tra cambio e margine di sconto), agisce anche immediatamente sui titoli; è, invece, necessario un sollevamento del saggio di sconto più vibrato per mettere in moto anche i prodotti.

Dipende quindi dall'entità dello squilibrio monetario, se ad eliminarlo può bastare vi concorra una sola delle due categorie di beni (cambiali e titoli) o è necessario che vi concorrano entrambe (cambiali e titoli; prodotti).

E siccome un dato squilibrio monetario, cioè un dato valore del cambio che si tratta di correggere, richiede il trasferimento di una data massa di beni, così quanto più a questo trasferimento contribuisce la prima categoria, tanto meno deve contribuirvi la seconda. E dunque la immediata partecipazione delle cambiali e dei titoli esonera i prodotti dal dovervi partecipare in proporzione notevole; attenua, cioè, quel rialzo del saggio dello sconto, per un dato squilibrio, che sarebbe necessario se i prodotti soltanto dovessero provvedervi.

Questi sono i criteri essenziali ai quali la banca si ispira nello stabilire la misura con la quale deve sollevare il saggio dello sconto per correggere il cambio: il che, come si vede, richiede una perfetta conoscenza tecnica dei fenomeni del mercato internazionale della moneta e del risparmio.

X. - I movimenti internazionali del risparmio.

164. - Premesse. - Fino ad un mezzo secolo fa la teoria del commercio internazionale era fondata sul presupposto che il risparmio, pure portandosi verso un'industria o verso l'altra nell'interno del paese, restasse però, in massima, legato al suolo nazionale.

E ciò in realtà corrispondeva alle condizioni del tempo. Ma dopo, per la diffusione dei valori mobiliari, il risparmio è diventato più mobile, i suoi movimenti hanno preso un posto sempre crescente nei rapporti economici tra paese e paese.

Esso, di cui i valori mobiliari sono il segno, si porta dai paesi vecchi verso i paesi giovani, vi fa nascere industrie nuove, modificando le correnti commerciali e permettendo a cotesti paesi giovani di attrarre sul loro suolo una popolazione sempre più densa.

Non è già che pel passato non si siano verificati spostamenti del risparmio dai paesi che ne avevano abbondanza verso i paesi che ne avevano difetto: ma essi erano poca cosa rispetto a ciò che avviene ai dì nostri: ora l'esportazione del risparmio è considerevolmente aumentata, sopra tutto per queste circostanze: il crescere di esso notevolmente in alcuni paesi con abbassamento del saggio di interesse indigeno; il perfezionarsi dei mezzi di trasporto, per cui è più facile superare il relativo gradino; il perfezionarsi dei mezzi di pronta comunicazione, che ha permesso una più esatta valutazione dell'elemento *rischi*'; la creazione delle azioni ed obbligazioni, che ha reso più facilmente disimpegnabili gli investimenti dei singoli risparmiatori.

165. - Queste relazioni fra i vari mercati finanziari, che si manifestano sempre più frequenti, si appalesano all'evidenza con l'appoggio che essi si prestano l'un l'altro in occasione delle grandi emissioni, di cui i prestiti di stato sono il più perfetto tipo. In qualunque modo si proceda al prestito, sia affidandolo ai banchieri, sia procedendo ad una sottoscrizione pubblica, la maggior parte è sempre assorbita dalle grandi case bancarie, le quali operano come mercanti all'ingrosso, che collocano poi i titoli a poco a poco secondo la domanda dei capitalisti medi e dei piccoli *rentiers* (Fino a che non siano collocati, i titoli, *fluttuanti*, sono presso le banche e formano oggetto della speculazione). Ora le case bancarie di ciascun paese hanno associati, corrispondenti, succursali su tutte le piazze importanti all'estero; in occasione di grandi prestiti del loro paese, fanno appello al sussidio di queste; sicchè un

prestito, quando anche per esempio sottoscritto a Parigi, è materialmente e moralmente sorretto dalle principali case di Londra, Berlino etc.

Del resto tale appoggio si manifesta non soltanto nelle emissioni di nuovi prestiti, ma anche nella conversione di prestiti antichi, come avvenne, ad esempio, per quella italiana nel 1906.

166. - I valori internazionali. - I movimenti internazionali del risparmio ora accennati sono grandiosi, ma si verificano solo di tanto in tanto. Ve ne sono altri meno grandiosi, ma che si svolgono continuamente e sono perciò di maggiore importanza ancora, benchè non siano di altrettanta entità.

Sono questi costituiti sopra tutto dai movimenti dei così detti « valori internazionali ». Sono titoli di stato o azioni ed obbligazioni di società anonime, che, per l'una o l'altra circostanza, hanno un mercato molto esteso. Non sempre questo vuol dire che siano titoli migliori di altri: talvolta sono anzi men buoni di altri: ma hanno un mercato più ampio e formano oggetto di speculazione. Su essi si compiono vasti arbitraggi internazionali. Essi formano oggetto continuo di emigrazione e di immigrazione, ed entrano perciò come un fattore importante fra i vari termini della bilancia commerciale. Sono un mezzo di saldo che non soltanto si impiega continuamente, ma che entra anche nelle operazioni più grandiose di prestiti internazionali, le quali dànno luogo allora a grandi arbitraggi su tali valori.

167. - Queste operazioni di arbitraggi, com'è noto, consistono nel comprare di tali valori su una piazza per venderli su un'altra. Quando le comunicazioni erano lente e costose, potevano verificarsi nello stesso momento, su mercati diversi, scarti notevoli nel corso di cotesti valori; si era ben lontani dagli ordini telegrafici attuali, che permettono il trasferimento dall'Europa all'America di diecine di milioni in qualche secondo (Non sono in verità i milioni che vengono trasferiti: è una tratta telegrafica per dire così). Adesso il minimo spostamento dei corsi su un mercato è conosciuto immediatamente da tutti gli altri e provoca subito ordini di compra e di vendita degli arbitragisti.

168. - Come abbiamo ora accennato, in occasione di prestiti, si ha un grande impulso agli arbitraggi su tali valori. L'annunzio di un prestito in un paese **A** vi fa, generalmente, abbassare tutti i valori in borsa. I valori internazionali solo in **A** subiscono un deprezzamento, non in **B**, **C**... Questo dà luogo a compra di tali valori da parte di capitalisti di **B**, **C**... Quindi alla emissione di un prestito va sempre accompagnata una certa esportazione di valori internazionali ed una importazione corrispondente di risparmio straniero. In occasione dei

prestiti francesi per il pagamento dei cinque miliardi alla Germania, molte delle tratte che andarono in Germania in pagamento, erano di banchieri francesi su loro corrispondenti esteri; i quali banchieri aveano comprato di tali titoli internazionali sul mercato di Parigi e li aveano inviati ai loro corrispondenti esteri, perchè li negoziassero e si coprissero così dell'ammontare che dalla Francia si traeva su essi.

169. - Questi valori sono diventati come veri strumenti di saldo internazionale — come una specie di moneta internazionale — e sono continuamente adoperati a tale scopo, se non dai commercianti, dai banchieri almeno, i quali se ne valgono, come si valgono dei *coupons* di tali titoli, in luogo della carta di commercio per pagare i loro debiti all'estero. Quando un banchiere di Parigi ha rimesse da fare in Germania, può comprare fondi russi, italiani, ecc. sulla piazza di Parigi e mandarli alla banca creditrice perchè li venda alla borsa di Berlino o a quella di Francoforte; opera, in sostanza, la sua rimessa senza bisogno di moneta o tratte: beninteso, quando questo mezzo, per lo stato dei corsi, sia preferibile agli altri.

170. - Come è naturale, questi arbitraggi su titoli internazionali hanno effetto sul corso dei cambi, nel senso di avvicinare il cambio alla pari. Se, per esempio, in **A** avviene un sollevamento del saggio dello sconto per effetto di cambio sfavorevole, il prezzo dei titoli in **A** diminuisce, per un processo a noi ben noto: ciò determina delle compre di titoli da parte di capitalisti stranieri desiderosi di fare arbitraggi rimuneratori: il paese **A** diventa creditore per l'ammontare di queste compre, e vede quindi il suo cambio attenuarsi. In sostanza, come già sappiamo, il sollevamento del saggio dello sconto in **A** vi deprezza i titoli e ne provoca l'esportazione.

171. - Il saggio dell'interesse nell'equilibrio monetario. - Ciascun paese, considerato come mercato chiuso del risparmio, avrà un saggio di interesee d'equilibrio, per il quale la domanda a quel saggio è uguale all'offerta a quel saggio. Se ora due mercati s'immaginano comunicanti, si può applicare al risparmio quanto, in generale, s'è detto per un prodotto qualsiasi che da un mercato esportatore passi ad un mercato importatore: sol che bisogna riferirsi ai tassi netti da rischi, secondo l'apprezzamento che del rischio, nel paese importatore ed in quello esportatore, fanno gli esportatori di risparmio.

Tenendo conto, come sempre, delle spese di trasporto, l'equilibrio si stabilisce ai saggi $m\ M$ e $n\ N$. (Fig. 31). Si capisce, dunque, che se le spese di trasporto sono piccole ed il rischio è molto elevato nel mercato proprio, possa persino esserci esportazione di risparmio dal paese in cui il saggio lordo sia maggiore. Ecco perchè in condizioni

di equilibrio, i saggi sono diversi fra i due paesi, pur essendoci un avvicinamento fra quelli che sarebbero se i due mercati fossero chiusi.

172. - Ora è bene, prima di procedere oltre, dissipare un possibile equivoco. Quando nel commercio internazionale, parlando in genere di un prodotto che si esporta e si importa, noi perveniamo a prezzi internazionali di equilibrio, non intendiamo già dire che aperti i due mercati e conseguito quel livello di prezzi a noi ben noto, ogni esportazione ed importazione cessi. Le importazioni e le esportazioni sono un « *flusso* » continuo. La condizione del livello dei prezzi dice soltanto che se altre cause dinamiche non intervenissero a turbare l'andamento delle cose, il « flusso » delle importazioni ed esportazioni continuerebbe a procedere indisturbato con quelle quantità e con quei prezzi.

Dunque anche pel risparmio, stato d'equilibrio dei saggi d'interesse nel modo dianzi visto, non vuol dire *cessazione* di corrente di risparmio da un paese all'altro ; vuol dire semplicemente che se cause disturbatrici non intervenissero, il « *flusso* » di risparmio da un mercato all'altro continuerebbe indisturbato in quelle quantità e con quelle differenze di saggio.

173. - Può sembrare, a prima vista, che una corrente di risparmio dal paese **A** al paese **B** non possa verificarsi senza disturbarvi l'equilibrio monetario. L'eguaglianza del livello dei prezzi tra i due paesi esclude che vi sia passaggio di moneta da uno all'altro : ma non esclude che vi siano passaggi di prodotti dall'uno all'altro a titolo di scambio, nè dall'uno all'altro a titolo di investimento. Vuol dire che il pareggio fra importazioni totali ed esportazioni totali è fatto allora, in parte, anche con titoli, che dal paese mutuatario passano al paese mutuante.

174. - Esportazioni di risparmio e merci. - Si suol dire generalmente che i prestiti non si fanno che con merci, che gli interessi non si pagano che con merci. L'espressione è esatta, se con questo si intende escludere che i prestiti si facciano con moneta o gli interessi si paghino con moneta. Ma è inesatta se essa viene interpretata sul senso che se un paese **A** fa un prestito ad un paese **B**, dal primo passi al secondo una somma di prodotti, a questo fine, pari all'ammontare del prestito, o che se un paese **B** debba pagare degli interessi al paese **A**, passi ogni anno, a questo fine, una somma di prodotti per l'intero ammontare di questi interessi, dal paese **B** al paese **A**.

175. - Il meccanismo già più volte spiegato della testa di avanguardia di tratte, del grosso di avanguardia aureo, del grosso di colonna di prodotti, ci fa intendere non essere esatto del tutto che il prestito si faccia con prodotti. Dipende dall'entità del prestito, dal suo scaglionamento nel tempo, se, per farlo, bastino o no le prime tratte e

se non si debba per mano, transitoriamente, anche all'oro. Certo, se il prestito è tenue, ovvero, pur essendo vistoso sia scaglionato in rate abbastanza lontane, che basti il cambio ad un limite non maggiore del punto superiore dell'oro a produrre un sufficiente deprezzamento dei prodotti, un incremento di esportazioni ed un incremento, quindi, di tratte tale da corrispondere al versamento graduale che si deve fare al paese mutuatario: certo allora non ci sarà bisogno del passaggio di quel certo grosso di avanguardia aureo. Non così — e questo passaggio ci sarà — se si tratti di prestito ingente da compiersi in tempo relativamente breve: perchè il prestito, una volta che se ne sia assunto l'impegno, si comporta, in sostanza, come un debito che si abbia da pagare.

176. - Quindi — a proposito della espressione inesatta che vogliamo illustrare — noi osserviamo che:

1) Può benissimo accadere — e i fatti lo dimostrano — che a fare il prestito a lunga scadenza, pel quale ci sia un impegno preso, si debba far concorrere in parte anche la moneta.

2) Le tratte mandate dal mutuante al mutuatario non rappresentano per nulla una egual somma di prodotti che quello abbia spedito o spedisca a questo. Fra tali tratte alcune possono rappresentare crediti che il paese **A**, mutuante, ha verso **B** od *altri* per tutt'altre ragioni che per spedizione di prodotti; e quelle stesse che rappresentano spedizioni di prodotti, possono essere state fatte a paesi *diversi* da **B**, i crediti verso i quali si cedano a **B**.

3) A fare il prestito possono concorrere anche titoli che il paese **A** mandi al paese **B**.

Tutto ciò, dunque, chiarisce come debba essere intesa l'espressione « i prestiti non si fanno che con merci » « gli interessi non si pagano che con merci ».

177. - **Esportazioni di risparmio e cambio.** - In linea generale, si può dire che l'esportazione di risparmio si riduce in ultima analisi a sottrarre dal mercato tratte sull'estero, per rivolgerle non a compensazione di altre che all'estero siano su noi, ma appunto a fare il prestito; che il fatto del prestito agisce, perciò, nel senso di alzare il cambio. Ma questo non vuol dire che il paese che fa il prestito, e mentre fa il prestito, debba necessariamente avere un cambio sfavorevole, come non vuol dire che debba necessariamente avere un cambio favorevole quando incomincia poi a percepire gli interessi del prestito fatto, o quando addirittura il prestito gli venga rimborsato.

178. - La questione merita un più profondo esame.

Si ha, in generale, che le importazioni più i debiti d'altra natura

devono bilanciare le esportazioni più i crediti di altra natura. $I + D = E + C$.

Nel periodo in cui il paese esegue il prestito, al termine D si aggiunge il prestito stesso (l'impegno di un prestito agisce come un debito); di altrettanto deve dunque crescere l'esportazione (in **B** od in altri paesi): naturalmente questo eccesso di esportazioni da **A** va, di solito, gradatamente scemando fino a che il prestito sia compiuto; se esso è concesso, per esempio, a quote successive eguali ed annuali, ogni anno c'è una quantità di interessi crescenti da riscuotere.

In questo frattempo il paese **A** può avere cambi favorevoli (bassi) o cambi sfavorevoli (alti); ma, comunque, il fatto del prestito tende a far salire il cambio (il che non vuol dire che sempre esso diventi sfavorevole). Durante il prestito, in questo suo livello generale più alto (il che, ripetiamo, non significa punto cambio sfavorevole) il cambio è soggetto ad oscillazioni che automaticamente ragguagliano le esportazioni agli impegni presi.

Quando le esportazioni non sono ancora estese abbastanza in confronto agli impegni presi, ci sarà un sollevamento del cambio, perchè le tratte sono aumentate, si, per la cresciuta esportazione, *ma non in misura* della quantità di esse che per gli impegni presi col paese mutuante bisogna sottrarre al mercato.

Anzi — a prescindere da altre cause perturbatrici e limitandosi a isolare gli effetti del prestito — sarà appunto questo più alto cambio il segno di un impegno di esportazione di risparmio eccedente l'esportazione di merci realmente avvenuta; e sarà questo più alto cambio stesso il mezzo automatico per cui le esportazioni non ancora sufficientemente accresciute, si adegueranno agli impegni assunti; perchè sarà questo più alto cambio appunto il tramite automatico per cui i prodotti si deprezzeranno di più e saranno maggiormente esportati.

Con un ragionamento analogo si capisce che ci potrà essere un cambio più *basso*, quando le tratte, per la cresciuta esportazione, siano aumentate in misura maggiore che non gli impegni presi; e che questo basso cambio sarà il mezzo automatico per l'adeguamento delle esportazioni agli impegni assunti.

179 - Da questa analisi concludiamo che, dunque, la circolazione del risparmio è in certo modo indipendente dallo stato dei cambi; l'esportazione di risparmio può essere concomitante con un cambio alto o con un cambio basso. Ma l'esportazione di risparmio tende a farlo alzare. Durante il prestito le oscillazioni del cambio attorno a questo suo livello più alto tendono automaticamente a ragguagliare l'esportazione dei prodotti agli impegni presi, col sospingere o raffrenare quella esportazione.

180. - C'è, in verità, un'altra forma di esportazione di risparmio: quella che vien fatta non già in conseguenza di un impegno assunto, come è il caso di un prestito, ma soltanto se ve ne sia la convenienza ed in quella misura in cui ve ne sia la convenienza.

Questo può accadere in un paese a cambio alto, come in un paese a cambio basso, perchè la convenienza o no è determinata dal margine d'interesse fra il mercato forestiero e quello indigeno, e non già dallo stato dei cambi.

Le oscillazioni del cambio valgono però anche in questo caso a *regolare* l'uscita di risparmio. Infatti se questa prosegue senza freno in misura maggiore di quella che la bilancia commerciale permetta, in guisa che un eccessivo numero di tratte sia mandato all'estero a scopo di investimento, il cambio allora si solleva; il che fa cessare o limita la convenienza di impiegare il risparmio fuori anzi che in paese. Perchè? Perchè seguita bensi a sussistere la differenza fra l'interesse indigeno e quello forestiero; ma il guadagno per il collocamento all'estero rispetto al collocamento indigeno è assottigliato dall'alto cambio, ossia dall'alto prezzo della tratta, mentre all'interno l'alto cambio provoca un sollevamento del saggio dello sconto e quindi un deprezzamento di titoli, e dunque, ad un certo punto, la convenienza di impiegare all'interno quel risparmio che prima prendeva la via verso mercati forestieri.

181. - **Il riscatto dei titoli nazionali.** - Dal punto di vista delle loro condizioni economiche generali, i vari paesi si possono dividere in paesi agricoli, paesi in trasformazione e paesi industriali, che hanno per lo più, rispettivamente, alti, medi e bassi saggi di interesse.

Queste differenze del saggio di interesse provocano fra i vari paesi domande ed offerte di risparmio, le quali, insieme, formano il mercato del risparmio, nel quale gli uni (industriali) sono esportatori di risparmio, gli altri (agricoli) sono importatori; i primi sono importatori di titoli, i secondi esportatori.

182. I paesi in trasformazione, secondo le vicende del saggio di interesse interno e del saggio del mercato internazionale, sono importatori di risparmio od esportatori, cioè emettono e collocano nuovi loro titoli all'estero, ovvero riscattano i titoli propri, e specie quelli creati durante il periodo agricolo di alto interesse. Essi si possono considerare come paesi in trasformazione, quando anche le loro industrie abbiano preso largo sviluppo, se l'agricoltura vi ha ancora grande importanza.

183. - Il riscatto dei titoli nazionali che sono all'estero, presto o tardi si avvera in tutti i paesi che sono in ascensione: perchè esso è

la conseguenza dell'abbassamento del saggio di interesse che in tali paesi si verifica a mano a mano che le accumulazioni aumentano.

Diminuendo, infatti, col crescere delle accumulazioni il saggio dell'interesse all'interno, il prezzo di tali titoli all'interno cresce e può diventare quindi pei capitalisti un buon impiego del risparmio quello nei titoli nazionali che sono all'estero. La speculazione li compra fuori per venderli dentro: donde una esportazione di risparmio. Il meccanismo del riscatto è il solito: l'uscita dei prodotti e l'entrata dei titoli, il quale fatto viene accusato da incremento delle esportazioni sulle importazioni per quanto riguarda questo termine della bilancia del paese. Col riscatto dei titoli nazionali che sono all'estero, il paese si sottrae in parte alla decrescente produttività del risparmio.

Questa tendenza dei paesi a disimpegnarsi, nel loro sviluppo, dai legami finanziari che li avvincono all'estero, riconduce così il risparmio espatriato al suo punto di partenza, cioè ai paesi prestatori, e lo rende disponibile poi per nuove emigrazioni verso le nazioni in via di formazione e di risveglio che presentano più alto margine di interesse.

184. - Dati sugli investimenti all'estero. - Gli investimenti durevoli del risparmio all'estero assumono tre forme:

1° Risparmio nazionale investito in imprese industriali o commerciali di connazionali stabiliti all'estero.

2° Crediti a lungo termine fatti all'estero e non rappresentati da valori mobiliari.

3° Valori mobiliari emessi dalla nazione, dalle collettività o da società.

La statistica è molto difficile: per le prime due forme non si possono avere che valutazioni congetturali; anche per la terza la valutazione è difficile: i titoli stranieri che sono in patria, non rappresentano tutto il risparmio nazionale investito in titoli esteri. Noi abbiamo dei dati, i quali si riferiscono alla *terza forma soltanto*: inferiori, quindi, al vero per le ragioni ora dette.

I paesi che prima della guerra collocavano grandi risparmi all'estero, erano rappresentati da tre grandi potenze — Inghilterra, Francia e Germania — e da due piccoli stati, il Belgio e l'Olanda.

Ci limitiamo qui a qualche notizia sui tre primi: i cui collocamenti all'estero (con le limitazioni dianzi viste) potevano esser rappresentati, prima della guerra, in miliardi di lire, con le cifre 85, 37, 20.

Per l'Inghilterra degli 85 miliardi era esigua la cifra collocata in Europa rispetto a quella che era impiegata negli altri continenti, specie in America; il risparmio inglese all'estero tendeva sempre più ad impiegarsi in valori industriali; quello in titoli di stato diventava sempre meno importante.

Per la Francia — differenza sostanziale rispetto all'Inghilterra — la maggior parte dei 37 miliardi (i due terzi) era collocata in Europa, in massima parte in prestiti di stati e comuni: quindi un carattere di assai minore ardimento nel risparmio francese.

Per la Germania, dei 20 miliardi la maggior parte era investita nell'Austria-Ungheria. Oltre questi 20 miliardi, rappresentati da titoli, v'erano almeno altri 12 miliardi di risparmio tedesco collocato all'estero. Le cifre analoghe a quest'ultima per l'Inghilterra e per la Francia erano, naturalmente, assai più forti.

L'investimento in titoli esteri può ritenersi — come cifra mnemonica — si accrescesse annualmente di due miliardi e mezzo per l'Inghilterra e di due miliardi per la Francia; le quali cifre, per le considerazioni fatte innanzi, non rappresentavano che una parte soltanto della grandiosa corrente di risparmio che scaturiva continuamente da questi due ricchi paesi.

XI. - Il protezionismo finanziario.

185. - Premesse. - Quali sono gli effetti economici dell'esportazione di risparmio?

Per i paesi importatori di risparmio la risposta è molto semplice. L'importazione di risparmio è utile, quando se ne faccia un impiego produttivo e gli interessi vengano pagati con un eccesso delle esportazioni sulle importazioni.

Se del risparmio straniero importato si fa sperpero, ovvero anche — come accade per es. alla Turchia — i paesi indebitati con l'estero seguitano ad importare più che non esportino; allora è segno evidente che il risparmio straniero non è impiegato a sviluppare le facoltà produttrici del paese mutuatario, e l'importazione di esso è dunque di danno.

186. - Più complessa è la questione dal punto di vista dei paesi esportatori: gli interessi delle varie classi sociali non sono armonici: c'è dunque da confrontare il vantaggio degli uni col danno degli altri.

Quando si tratta di esportazione di prodotti, il vantaggio degli imprenditori è maggiore del danno dei consumatori. Ma pel risparmio? Qui la questione dell'interesse collettivo non è altrettanto semplice; tanto più che le considerazioni di ordine economico si intrecciano con quello di ordine politico: e bisogna perciò tenerle distinte. Di queste considerazioni di ordine politico diremo appresso.

187. - L'aspetto economico. - Quanto alle considerazioni di ordine economico, facciamo notare, anzitutto, che alla esportazione di risparmio (all'investimento, in sostanza, del risparmio nazionale in titoli forestieri) si è indotti non soltanto dalla promessa di più alto interesse (il Théry nel 1900 valutava al 4,28 o|o il reddito medio dei valori stranieri in Francia, mentre quello dei valori francesi era del 3,21 o|o) ma anche, e più talvolta, da tormenti fiscali e da diffidenze finanziarie per le condizioni sociali del paese.

Ciò premesso, il quesito se socialmente nel paese esportatore l'uscita di risparmio sia un vantaggio o no, dev'essere posto in questi termini: esiste una certa quantità di risparmio *C D*, (Fig. 32) che trova ad essere impiegata all'interno ad un saggio *B D*. Si crea nuovo risparmio *D d*, che in paese non potrebbe essere impiegato se non al saggio *b d*. Invece, esportandolo, può essere impiegato al saggio *B D*, o magari maggiore. E' socialmente più utile che il risparmio *D d* sia impiegato fuori o resti in patria? Diciamo « socialmente », perchè dal punto di vista dell'interesse dei capitalisti possessori di questo risparmio, c'è convenienza, evidentemente, ad impiegarlo fuori, quando, ben s'intende, si consegua un maggiore interesse a parità di *sicurezza*, si abbia cioè un saggio maggiore *non lordo*, ma *netto da rischio*. Orbene, anche « socialmente » l'esportazione è utile. Infatti in patria l'incremento di prodotto sociale sarebbe dato dal trapezio *B D d b*, mentre impiegando il risparmio fuori, tale incremento è *B D d b'*. Dunque, economicamente, non v'è dubbio che quando fuori si ottenga maggiore interesse a parità di sicurezza, l'esportazione del risparmio conviene.

188. - E' questa la tesi dei liberisti. I quali aggiungono che i collocamenti di risparmio all'estero sviluppano le facoltà produttrici del paese prestatore e i suoi scambi col paese mutuatario. Ed infatti — essi dicono con ragione — l'esportazione di risparmio si accompagna ad emigrazioni di connazionali nel paese debitore, i quali vanno a rendere più stretti i legami economici col paese prestatore: sicchè l'esportazione del risparmio, oltre al maggiore incremento sociale di prodotto che procura, dà luogo ad una maggiore domanda di prodotti del paese prestatore e contribuisce così allo sviluppo delle sue facoltà produttrici. Inoltre il risparmio che va nel paese forestiero, vi accresce la produttività ben più che non siano gli interessi che esso paga: e dunque questo stimula la compra di prodotti del paese prestatore: sicchè, per conchiudere, non soltanto dal più alto saggio di interesse è costituito il vantaggio che il paese prestatore ricava dalla esportazione del suo risparmio.

189. - La confutazione che i protezionisti fanno di queste osserva-

Per la Francia — differenza sostanziale rispetto all'Inghilterra — la maggior parte dei 37 miliardi (i due terzi) era collocata in Europa, in massima parte in prestiti di stati e comuni: quindi un carattere di assai minore ardimento nel risparmio francese.

Per la Germania, dei 20 miliardi la maggior parte era investita nell'Austria-Ungheria. Oltre questi 20 miliardi, rappresentati da titoli, v'erano almeno altri 12 miliardi di risparmio tedesco collocato all'estero. Le cifre analoghe a quest'ultima per l'Inghilterra e per la Francia erano, naturalmente, assai più forti.

L'investimento in titoli esteri può ritenersi — come cifra mnemonica — si accrescesse annualmente di due miliardi e mezzo per l'Inghilterra e di due miliardi per la Francia; le quali cifre, per le considerazioni fatte innanzi, non rappresentavano che una parte soltanto della grandiosa corrente di risparmio che scaturiva continuamente da questi due ricchi paesi.

XI. - Il protezionismo finanziario.

185. - Premesse. - Quali sono gli effetti economici dell'esportazione di risparmio?

Per i paesi importatori di risparmio la risposta è molto semplice. L'importazione di risparmio è utile, quando se ne faccia un impiego produttivo e gli interessi vengano pagati con un eccesso delle esportazioni sulle importazioni.

Se del risparmio straniero importato si fa sperpero, ovvero anche — come accade per es. alla Turchia — i paesi indebitati con l'estero seguitano ad importare più che non esportino; allora è segno evidente che il risparmio straniero non è impiegato a sviluppare le facoltà produttrici del paese mutuatario, e l'importazione di esso è dunque di danno.

186. - Più complessa è la questione dal punto di vista dei paesi esportatori: gli interessi delle varie classi sociali non sono armonici: c'è dunque da confrontare il vantaggio degli uni col danno degli altri.

Quando si tratta di esportazione di prodotti, il vantaggio degli imprenditori è maggiore del danno dei consumatori. Ma pel risparmio? Qui la questione dell'interesse collettivo non è altrettanto semplice; tanto più che le considerazioni di ordine economico si intrecciano con quello di ordine politico: e bisogna perciò tenerle distinte. Di queste considerazioni di ordine politico diremo appresso.

187. - L'aspetto economico. - Quanto alle considerazioni di ordine economico, facciamo notare, anzitutto, che alla esportazione di risparmio (all'investimento, in sostanza, del risparmio nazionale in titoli forestieri) si è indotti non soltanto dalla promessa di più alto interesse (il Théry nel 1900 valutava al 4,28 o|o il reddito medio dei valori stranieri in Francia, mentre quello dei valori francesi era del 3,21 o|o) ma anche, e più talvolta, da tormenti fiscali e da diffidenze finanziarie per le condizioni sociali del paese.

Ciò premesso, il quesito se socialmente nel paese esportatore l'uscita di risparmio sia un vantaggio o no, dev'essere posto in questi termini: esiste una certa quantità di risparmio *C D*, (Fig. 32) che trova ad essere impiegata all'interno ad un saggio *B D*. Si crea nuovo risparmio *D d*, che in paese non potrebbe essere impiegato se non al saggio *b d*. Invece, esportandolo, può essere impiegato al saggio *B D*, o magari maggiore. E' socialmente più utile che il risparmio *D d* sia impiegato fuori o resti in patria? Diciamo « socialmente », perchè dal punto di vista dell'interesse dei capitalisti possessori di questo risparmio, c'è convenienza, evidentemente, ad impiegarlo fuori, quando, ben s'intende, si consegua un maggiore interesse a parità di *sicurezza*, si abbia cioè un saggio maggiore *non lordo*, ma *netto da rischio*. Orbene, anche « socialmente » l'esportazione è utile. Infatti in patria l'incremento di prodotto sociale sarebbe dato dal trapezio *B D d b*, mentre impiegando il risparmio fuori, tale incremento è *B D d b'*. Dunque, economicamente, non v'è dubbio che quando fuori si ottenga maggiore interesse a parità di sicurezza, l'esportazione del risparmio conviene.

188. - E' questa la tesi dei liberisti. I quali aggiungono che i collocamenti di risparmio all'estero sviluppano le facoltà produttrici del paese prestatore e i suoi scambi col paese mutuatario. Ed infatti — essi dicono con ragione — l'esportazione di risparmio si accompagna ad emigrazioni di connazionali nel paese debitore, i quali vanno a rendere più stretti i legami economici col paese prestatore: sicchè l'esportazione del risparmio, oltre al maggiore incremento sociale di prodotto che procura, dà luogo ad una maggiore domanda di prodotti del paese prestatore e contribuisce così allo sviluppo delle sue facoltà produttrici. Inoltre il risparmio che va nel paese forestiero, vi accresce la produttività ben più che non siano gli interessi che esso paga: e dunque questo stimula la compra di prodotti del paese prestatore: sicchè, per conchiudere, non soltanto dal più alto saggio di interesse è costituito il vantaggio che il paese prestatore ricava dalla esportazione del suo risparmio.

189. - La confutazione che i protezionisti fanno di queste osserva-

zioni, è puerile. Essi dicono: i paesi nuovi nel periodo in cui ricevono un prestito importano, sì, di più dai paesi mutuanti; ma questo fatto è di breve durata, perchè dopo sono le esportazioni del paese debitore che aumentano. Le esportazioni degli Stati Uniti verso l'Inghilterra e la Germania sono cresciute molto più rapidamente di quelle dell'Inghilterra e della Germania verso gli Stati Uniti; eppure sono Inghilterra e Germania le principali prestatrici di risparmio ai paesi americani.

Orbene questa confutazione della tesi liberista non regge punto. E' un residuo di pregiudizi mercantilisti. E' naturale che le esportazioni del paese debitore verso quello creditore debbano crescere più rapidamente che le importazioni da questo. Prima del prestito si aveva, poniamo, $I = E$ pel paese debitore, nei rapporti commerciali fra questo e il paese mutuante. Dopo del prestito si deve avere, pel fatto del pagamento degli interessi. $I' + \textit{interessi} = E'$: quindi è naturale che E debba crescere più rapidamente di I. Constatare questo, non è confutare la tesi liberista: la quale non afferma già che I debba crescere più rapidamente di E — la quale cosa sarebbe un assurdo — ma dice semplicemente che in genere $I' > I$. E gli argomenti addotti non smentiscono punto questo.

Nè smentisce punto la tesi liberista l'osservazione che gli Stati Uniti abbiano accresciuto le loro importazioni più rapidamente da un altro paese X che non dall'Inghilterra e la Germania loro prestatrici. Sono cresciute le importazioni dall'Inghilterra e dalla Germania, è cresciuto il movimento commerciale fra esse e gli Stati Uniti? Ebbene questo alla tesi liberista basta. Ma i protezionisti arzigogolano che il risparmio inglese e tedesco è servito, a traverso il rigoglio suscitato negli Stati Uniti, a promuovere le esportazioni in America anche da altri paesi che dell'Inghilterra e della Germania sono rivali!

190. - I protezionisti hanno perfettamente ragione fino a tanto che si limitano a chiedere — magari per mezzo dell'intervento dello Stato — che i risparmiatori francesi non siano trascinati – da oligarchie bancarie interessate, e sotto la fallace promessa di più alti interessi — a fare investimenti in paesi nei quali l'interesse *netto* sia in realtà minore che non in Francia: che, in sostanza, i risparmiatori non siano ingannati sull'entità del rischio cui vanno incontro.

Il tasso è maggiore e seduce: ma il rischio d'insolvenza o di disonestà dei debitori può essere grave. Gli stati stranieri stessi non sono esenti, alcuni, dal rimprovero dei fallimenti totali o parziali. Il risparmiatore si trova esposto a gravi rischi, sia per l'assenza di informazioni esatte (le informazioni non si ottengono che da banchieri o da giornali, i quali possono essere interessati a falsare la verità) e sia per la man-

canza di azione efficace contro il debitore, se questo viene meno ai suoi impegni. La stessa ammissione o no di un titolo alla quota, non è garanzia sufficiente pei risparmiatori. Dunque bene sta, non solo nell'interesse dei risparmiatori, ma sopra tutto nell'interesse sociale, che i collocamenti di risparmio all'estero (praticamente, gli investimenti in titoli stranieri) siano fatti solo quando realmente l'interesse, *netto* dal rischio, sia superiore fuori che in patria. Ed ogni intervento statale il quale miri a questo, non può che essere approvato.

Perchè l'intervento dello stato, quando l'iniziativa privata non vi provveda con libere associazioni — codesto intervento per allontanare dal mercato finanziario i titoli avariati che taluni interessati vogliano far passare per buoni, abusando della buona fede e della credulità del pubblico, è altrettanto legittimo, quanto il suo intervento per la repressione delle frodi o delle falsificazioni commerciali.

191. - L'aspetto politico. - Abbiamo visto i motivi d'ordine economico allegati dal protezionismo finanziario e la poca loro consistenza. Ma vi sono motivi d'ordine politico, i quali non sono del tutto destituiti di fondamento.

La questione, prima della guerra, era agitata specialmente in Francia, e sopra tutto per quanto riguardava i rapporti con la Germania.

Molti protezionisti francesi pensavano che l'esportazione del loro risparmio in Germania avesse per effetto che proprio la Francia fornisse alla sua rivale il mezzo di ravvivare le proprie industrie e il proprio commercio a danno di quelli francesi; che la Francia preparasse da sè medesima la propria disfatta politica; che diventasse il banchiere prestatore della Germania prima di diventarne la vittima.

Questi motivi politici aveano certo un gran peso; assai più che non i grossolani sofismi economici.

Nella politica dell'esportazione del risparmio non si tratta soltanto di essere sicuri della solvibilità del creditore e dell'altezza del saggio (netto da rischi) che questi offre: si tratta anche di sapere in quali mani vada cotesto risparmio ed a quali usi sia destinato. Non erano, dunque, infondate — sotto l'aspetto politico — le preoccupazioni dei protezionisti francesi.

Nè, sotto l'aspetto politico, era infondata la loro tesi che l'esportazione di risparmio è un mezzo eccellente di venire in soccorso di uno stato col quale si mantengano o si desiderino relazioni di amicizia; e che codesta esportazione di risparmio debba essere considerata, dunque, non soltanto come una semplice fonte di arricchimento, ma anche come un potente fattore di forza politica. Il risparmio all'estero dev'essere collocato non soltanto in modo che sia economicamente utile ai rispar-

miatori, ma anche socialmente e politicamente utile all'intero paese. Lo studio economico di una questione è importante; ma il punto di vista economico non è il solo.

192. - Conclusione. - L'esportazione del risparmio presso le nazioni moderne tende a divenire una forza politica, con la quale esse agiscono le une sulle altre.

Il prestito si fa valere come mezzo per ottenere vantaggi politici ed economici dal paese mutuatario. Da semplice fenomeno economico, quale era trenta o quaranta anni fa, il movimento internazionale del risparmio va diventando un grande fenomeno polltico. Si diceva una volta « il denaro non ha patria ». E' da mettere in dubbio se la formula, specie oggi, possa seguitare ad accettarsi interamente. La Francia, per ragioni politiche, aprì a due battenti le porte ai prestiti russi, l'Inghilterra suggellò le sue simpatie col Giappone creando a Londra un ampio mercato per le rendite nipponiche.

193. - I pacifisti dicevano che questa esportazione internazionale del risparmio potesse essere un freno alla guerra. I più avveduti avvertivano: L'esperienza di quanto accade ogni giorno, fa intendere come codesto cosmopolitismo del risparmio non abbia prodotto, in verità, un miglioramento nelle relazioni tra i popoli; precisamente per questo, che i popoli ricchi di risparmio tendono a non darlo in prestito che ai loro alleati politici: sicchè, in realtà, si tende a creare costellazioni finanziarie, che sono in perfetta coincidenza con quelle politiche. Non dunque — ammonivano — questo nuovo e diffuso fatto del cosmopolitismo del risparmio varrà ad evitare la guerra quando essa sia sferrata da profondi motivi di interesse o da motivi passionali. Come — soggiungevano — non varrà ad evitare la guerra che abbia profondi motivi, il timore di non poterne sostenere le conseguenze finanziarie ed economiche; perchè tutto induce a concludere che il costo della guerra, per quanto cresciuto enormemente, non sia cresciuto in misura maggiore della capacità economica e finanziaria degli stati a sopportarla.

E i fatti della spaventosa guerra attuale stanno dando loro ragione.

XII. - I quattro mercati principali (1)

194. - Il mercato inglese. - Il mercato monetario inglese non è semplicemente *nazionale* come tutti gli altri: esso è il centro del mercato monetario *internazionale*. E' divenuto il più importante del mondo fin dal principio del secolo XIX, e conserva la sua supremazia incontrastata, malgrado lo sviluppo dei mercati di Parigi, di Berlino, New York.

195. - Il mercato dello sconto è essenzialmente costituito dalle banche di deposito e sconto private e dalla Banca d'Inghilterra.

Le banche di deposito sono l'elemento più importante del mercato monetario inglese, sia per la massa dei loro depositi, sia per la quantità di cambiali che esse scontano, sia per la loro grande ramificazione di filiali. Le banche di deposito rappresentano il grosso delle offerte di sconto e sono le regolatrici del saggio di questo. Fra esse si svolge un perfezionato sistema di compensazioni, che trova il suo centro presso la Banca d'Inghilterra.

Le banche di deposito — insieme alle banche inglesi così dette estere e coloniali, ed ai bill — brokers, sensali di credito o banchieri intermediari — dispongono di mezzi veramente colossali. Si tratta, in sostanza, fra capitale proprio e depositi, di una disponibilità che si avvicina ai due miliardi di sterline.

196. - Per vedere l'ordinamento e il funzionamento della Banca d'Inghilterra, prendiamo a guida i singoli elementi della sua situazione, che viene pubblicata ogni settimana.

Le cifre sono in migliaia di sterline e si riferiscono — è un esempio fra i tanti — alla situazione del 5 maggio 1909.

RIPARTO EMISSIONI

PASSIVO		ATTIVO	
Biglietti emessi	55.352	Debito del governo . .	11.015
		Titoli pubblici	7.435
		Oro.	36.902
			55.352

(1) Superfluo avvertire che questa brevissima descrizione dà conto dei quattro mercati principali quali erano *prima* della guerra.

Per questa descrizione l'autore s'è largamente giovato, fra le altre, anche dell'eccellente opera del *Supino* sul mercato monetario.

180. - C'è, in verità, un'altra forma di e
quella che vien fatta non già in conseguenza di
come è il caso di un prestito, ma soltanto se ve
ed in quella misura in cui ve ne sia la conve
Questo può accadere in un paese a cambio
a cambio basso, perchè la convenienza o no è
d'interesse fra il mercato forestiero e quello in
stato dei cambi.

Le oscillazioni del cambio valgono però anc
regolare l'uscita di risparmio. Infatti se questa pr
misura maggiore di quella che la bilancia con
guisa che un eccessivo numero di tratte sia mand
di investimento, il cambio allora si solleva; il che
la convenienza di impiegare il risparmio fuori anzi
chè? Perchè seguita bensì a sussistere la differenza
digeno e quello forestiero; ma il guadagno per il col
stero rispetto al collocamento indigeno è assottigliato dall
ossia dall'alto prezzo della tratta, mentre all'interno l'alto
voca un sollevamento del saggio dello sconto e quindi un
mento di titoli, e dunque, ad un certo punto, la convenienza
gare all'interno quel risparmio che prima prendeva la via verso
cati forestieri.

181. - Il riscatto dei titoli nazionali. - Dal punto di vista delle lo
condizioni economiche generali, i vari paesi si possono divider
paesi agricoli, paesi in trasformazione e paesi industriali, che ha...
per lo più, rispettivamente, alti, medi e bassi saggi di interesse.

Queste differenze del saggio di interesse provocano fra i vari
domande ed offerte di risparmio, le quali, insieme, formano il me
del risparmio, nel quale gli uni (industriali) sono esportatori di ris
mio, gli altri (agricoli) sono importatori; i primi sono importator
titoli, i secondi esportatori.

182. I paesi in trasformazione, secondo le vicende del saggio
interesse interno e del saggio del mercato internazionale, sono impo
tatori di risparmio od esportatori, cioè emettono e collocano nuovi lor
titoli all'estero, ovvero riscattano i titoli propri, e specie quelli creat
durante il periodo agricolo di alto interesse. Essi si possono considerare come paesi in trasformazione, quando anche le loro industrie abbiano preso largo sviluppo, se l'agricoltura vi ha ancora grande importanza.

183. - Il riscatto dei titoli nazionali che sono all'estero, presto o
tardi si avvera in tutti i paesi che sono in ascensione: perchè esso è

siti pubblici nel passivo (riscossioni fatte per conto dello Stato) ed un conto di titoli governativi nell'attivo (pagamenti fatti per conto dello Stato).

Quindi i depositi privati — la più cospicua di tutte le cifre — i quali sono costituiti da privati cittadini che si fanno fare dalla banca il servizio di cassa, e dai denari che banche e banchieri vi tengono come riserva delle loro operazioni.

L'ultimo elemento del passivo — biglietti a sette giorni — va scomparendo e non ha più ragione d'essere.

Quanto all'attivo del riparto bancario, esso è rappresentato dagli impieghi fatti dalla banca, e dalla riserva. Gli impieghi, oltre ai titoli governativi accennati dianzi, comprendono, nella categoria dei titoli privati, il complesso degli effetti scontati. La riserva del riparto bancario è costituita da una frazione relativamente modesta di moneta metallica, e sopra tutto da biglietti della banca stessa (i quali rappresentano, si noti, altrettanto oro). Questa riserva rappresenta la disponibilità per prestiti e per rimborsare i depositi: è stabilito che la riserva non debba mai discendere al disotto di un terzo dei depositi.

Sicchè in questa situazione, la Banca — o meglio il riparto bancario — non ha a disposizione per scontare nuovi effetti se non quel margine che ancora le resta fra la sua riserva (in biglietti e moneta metallica) e il terzo dei depositi.

Si vegga da ciò quanto la circolazione fiduciaria sia rigida, per quanto riguarda la Banca d'Inghilterra, a causa del doppio obbligo del biglietto a intera copertura, e della riserva intangibile per una somma eguale ad un terzo almeno dei depositi. E ciò spiega come nelle crisi del '47, del '57 e del '66 sia stato necessario di sospendere l'atto Peel per dare un po' più di elasticità alla circolazione.

197. - Ancora è da osservare, che in sostanza, fatta astrazione della somma rappresentante il credito verso il Governo — la quale dà luogo effettivamente ad una eccedenza di circolazione al di sopra della massa metallica che è nel paese — si può dire che in Inghilterra il termine C delle $M + C$ non esiste che sotto forma di *cheks*, emessi dalle banche ordinarie, perchè i biglietti non sono posti in circolazione senza un corrispondente ritiro di massa metallica.

Si può, in certa guisa, fare astrazione dal biglietto, perchè esso è quasi del tutto un semplice certificato d'oro.

Ma si noti: in quello $M + C$, la circolazione di *cheks* è enorme rispetto ad M. Nella situazione da noi esaminata non si tratta che di 36,9 di riserva metallica presso la Banca, che sorregge tutta la circolazione. Onde si spiega come le variazioni del saggio dello sconto siano così frequenti ed intense nel mercato inglese.

198. - Diciamo ora brevemente del mercato dei valori.

Londra era prima il grande serbatoio del risparmio, al quale si rivolgevano i paesi desiderosi di prenderne a prestito. Ora Parigi è successa in parte a Londra in questa funzione; ma i portafogli britannici contengono ancora una ben più grande quantità di titoli stranieri che non quelli francesi.

La Borsa di Londra è il tipo del mercato internazionale del risparmio, sia per gli intermediari che vi negoziano, sia per la clientela che vi opera, sia per i titoli che vi si trattano.

199. - **Il mercato francese.** - La essenziale caratteristica del mercato dello sconto in Francia, è la *elasticità*, derivante dal regime di emissione fiduciaria che vi vige.

Le regole statutarie dell'emissione non assegnano nessun limite alla Banca di Francia; o meglio vi esiste, si, un limite massimo, ma tutte le volte che questo stava per essere raggiunto, fu allontanato per non recare inciampo all'emissione. Le disposizioni statutarie non stabiliscono nessun rapporto determinato tra l'ammontare dell'emissione e quello della riserva metallica: ma come la Banca non può emettere biglietti se non per operazioni limitate e specificate dallo Statuto, l'emissione ha per contro-partita alcuni elementi di sicurezza assoluta. Non un biglietto può esser emesso se non corrisponde ad uno sconto statutario o ad anticipazioni su determinati titoli. Il legislatore in Francia si è sopratutto preoccupato della *qualità* delle operazioni nelle quali interviene il biglietto, lasciando alla Banca la più ampia latitudine circa la *quantità*. La solidità del sistema riposa specialmente sulla qualità del portafoglio commerciale, a tre firme, a scadenza non superiore ai tre mesi, escluso qualsiasi effetto di finanza o di comodo. L'esperienza ha dimostrato che, per abilità e prudenza, gli uomini che hanno gestito la Banca di Francia si son sempre dimostrati meritevoli della libertà che loro concedeva la legge. Questa grande elasticità fa sì che la circolazione di biglietti tende a ragguagliarsi alle tratte emesse: e dunque aumenta, automaticamente, quando l'attività commerciale aumenta, e viceversa.

200. - Da lungo tempo si è discusso dei vantaggi comparati del regime inglese e del regime francese in fatto di circolazione fiduciaria. Il regime inglese, come è noto, non ammette circolazione scoperta al di là di quella cifra di circa mezzo miliardo di lire che abbiamo visto dianzi. Il sistema francese non impone alla circolazione che un limite superiore puramente nominale, purchè la carta scontata offra tutte le rigide garanzie statutarie.

Da ciò una prima conseguenza. Ed è che le banche francesi, sempre sicure di poter riscontare alla Banca di Francia un portafoglio sano

e solido, possono impiegare in sconti commerciali le loro disponibilità, senza riserva; mentre in Inghilterra le banche debbono tener sempre libera una parte delle loro disponibilità, per fare fronte ad eventuali richieste di depositi, specie nei momenti di tensione, non potendo ricorrere al risconto presso la Banca centrale che non ha elasticità per farlo.

Il vantaggio del sistema francese diventa sopratutto significante nelle crisi; allora il regime di emissione francese a grande elasticità permette di attenuarne le conseguenze, perchè la Banca di Francia non si trova allora costretta, ccme sono le banche inglesi, a scartare anche carta buona e sana per la via di un'elevazione proibitiva del saggio dello sconto. Donde la stabilità caratteristica del credito in Francia e la grande moderazione non soltanto nel numero dei cambiamenti, ma anche nelle oscillazioni, del suo saggio di sconto.

201. - Il regime francese trapiantato in altri mercati vi produrrebbe i medesimi vantaggi? E' dubbio; perchè ciò che permette al mercato francese di conservare quella elasticità che ne costituisce il carattere più saliente, è il fatto che la cambiale di commercio in Francia scontabile alla Banca, è circondata di tali garanzie, che mancano ad essa in altri mercati, e sta a rappresentare realmente un'operazione commerciale: onde gli abusi — o se così non si vuole — gli altri usi di cui altrove si fa del credito, in Francia non sono possibili.

202. - In Francia il complesso dei mezzi di circolazione — oro, argento, biglietti di banca — costituisce non meno di dieci miliardi di franchi, mentre le analoghe cifre in Germania ed in Inghilterra, sono rispettivamente sette e mezzo e tre e mezzo soltanto. E' proprio il caso di dire, come afferma anche il Leroy-Beaulieu, che in Francia, sotto l'influenza persistente della « routine » si immobilizzi nella funzione monetaria una quantità « stravagante » di risparmio? che tutta la somma di scambi potrebbe essere ugualmente assicurata immobilizzando una quantità ben minore di risparmio col ricorrere in maggior misura allo *chek* ed alla compensazione?

Supponiamo pure che il pubblico francese modifichi talmente le sue abitudini, da rinunziare a tenere presso di sè una riserva individuale di oro e di biglietti e che s'induca a depositare in banca tutte le sue provviste monetarie. Si avrà così che una parte della massa monetaria potrà essere impiegata all'estero e dare un rendimento — supposto che si riduca l'uso della massa monetaria, di due e poniamo pure di tre miliardi — di 60 e 90 milioni all'anno (supponiamo il 3 0|0). Questo è il vantaggio che la Francia sacrifica ogni anno per conservare la sua pletora monetaria. Ma con questo sacrificio essa in tempo di pace si assicura una maggiore stabilità di sconto — il suo commercio e le sue

industrie ignorano i tassi di panico — e in tempo di guerra un tesoro aureo che essa crede dia anche un peso alla sua spada. E' proprio, dunque, un errore se un ricco paese sacrifica 60 a 90 milioni all'anno alla tranquillità finanziaria del suo mercato ed alla sua sicurezza politica? (1)

203. - Il mercato monetario di Parigi presenta una particolarità che merita di essere notata; il « premio sull'oro » cui fa ricorso in periodi di tensione monetaria per opporsi all'esportazione del metallo. La Banca di Francia preferisce di ricorrere a questo mezzo, piuttosto che a quello di sollevare il saggio dello sconto. Perchè? Quali ne sono gli effetti?

Il premio sull'oro consiste nel più che la Banca talvolta fa pagare a chi le richiede, contro il suo biglietto, monete d'oro in luogo degli scudi d'argento, che è in sua facoltà di dare.

E' insomma una limitazione momentanea alla convertibilità del biglietto, un temperato e momentaneo ritorno al corso forzoso.

203. bis - Il premio sull'oro funziona come un aggio; solleva il punto dell'esportazione dell'oro, lascia al cambio più ampie oscillazioni; evita l'esportazione di metallo, stimolando l'esportazione dei prodotti col deprezzarli, cioè col far diminuire i loro prezzi espressi in oro. Quindi dispensa da un sollevamento del saggio dello sconto e permette di tenere questo più stabile. Col premio sull'oro la Francia cagiona la temporanea perdita del carattere fiduciario al suo biglietto, con che, in sostanza, nuoce alla circolazione monetaria; ma evitando con questo un sollevamento del saggio dello sconto, come sarebbe necessario se volesse difendere le sue riserve d'oro con tale mezzo e alla maniera inglese, evita una depressione dei titoli e dei consolidati, e quindi la sfiducia, od anche il panico, che ne verrebbe fra i numerosi portatori del debito nazionale. Questo risultato ottiene a prezzo di un sistema di moneta fiduciaria meno perfetto che non sia in Inghilterra; la quale, facendo da banchiere intermediario a tutti gli altri stati, mira ad avere un sistema monetario assolutamente e compiutamente fiduciario, anche a costo degli inconvenienti che la Francia vuole evitare. Quindi un giudizio senz'altro sfavorevole circa la politica del premio sull'oro non può essere pronunciato da chi del fatto non vegga soltanto il suo aspetto monetario.

(1) Questi appunti — lo rammentiamo agli studenti — furono scritti *prima* della guerra, e si riferiscono allo stato delle cose *prima* della guerra. L'autore ha preferito di lasciarli come erano, affinchè meglio si possa ragionare, a suo tempo, dei fenomeni economici e finanziari della guerra, che formeranno oggetto di un'apposita e diffusa trattazione.

Sotto quest'ultimo ed esclusivo punto di vista, si può dire però che il premio sull'oro, senza alcun dubbio, reca danno. La Francia, pur possedendo una circolazione sana, pel fatto del premio sull'oro è considerata come un paese a valuta oscillante, tanto che le sue cambiali non sono tenute in luogo di riserva metallica — come avviene per quelle inglesi — dalle banche di emissione, che sogliono investire una parte di tale riserva in effetti pagabili all'estero.

204. - Quanto al mercato dei valori, è nota la potenza di risparmio che ha la Francia: attualmente essa crea ogni anno quasi tre miliardi di nuovo risparmio, dei quali quasi due sono impiegati in titoli di ogni specie. Ciò spiega come la massa dei valori mobiliari in possesso dei francesi ascenda rapidamente; era di 33 miliardi nel 1869; nella primavera del 1914 era più che triplicata, superando i 120 miliardi. I soli paesi il cui portafoglio di valori mobiliari sia stato valutato al disopra di quello francese (Neymarck) sono l'Inghilterra con 140 miliardi, e gli Stati Uniti, con 130, quello di tutti i paesi uniti insieme essendo di 600 miliardi in cifra tonda.

205. - La somma di valori mobiliari che la Francia rappresenta in questo totale, è caratterizzata non soltanto dalla sua grande entità, ma anche dalla sua estrema suddivisione. I valori mobiliari sono a poco a poco penetrati anche nei bilanci più modesti, perchè lo stesso libretto della Cassa di risparmio rappresenta, in realtà, una maniera indiretta d'investimento in rendita francese. La clientela del mercato francese dei valori è diventata sempre più numerosa e sempre più popolare. Una vera democrazia finanziaria.

206. - **Il mercato tedesco.** - Il mercato dello sconto in Germania presenta imperfezioni e pericoli derivanti dalla foga di attività commerciale e industriale, per cui, non appena il risparmio è creato, vien subito investito; talchè si ha il permanente spettacolo di un mercato ricco, in permanente penuria di risparmio liquido.

La nuova legislazione delle borse, votata dal Parlamento nel 1896, sotto la pressione degli agrari e dei socialisti, ha contribuito a sminuire di molto l'importanza di Berlino come mercato internazionale dei valori mobiliari.

Benchè largamente produttrice di risparmio, la Germania possiede, rispetto all'Inghilterra ed alla Francia, minor quantità di risparmio collocato all'estero. Questo fatto dello scemare della corrente del risparmio tedesco verso l'estero, si è accentuato dal cominciamento del XX secolo: gli alti saggi d'interesse che, in generale, il risparmio ottiene nel mercato indigeno, dove trova largo campo d'impiego, sono la causa di questo attenuarsi della corrente di risparmio verso i paesi forestieri.

Il che, mentre spiega perchè le borse di Berlino e di Francoforte si occupino essenzialmente di valori tedeschi e specialmente di azioni e di obbligazioni industriali; spiega pure come la Germania, dotata di forza di iniziativa e di attività industriale e commerciale molto superiore alla sua forza di risparmio (molto risparmio vi è impiegato nell'allevamento di capitali umani) agisca come una continua pompa del risparmio francese — la cui forza di iniziativa e di lavoro non è adeguata alla entità sua — sia direttamente, sia pel tramite di altri paesi (come la Svizzera per esempio), creando in Francia quelle preoccupazioni di cui il nazionalismo finanziario è l'eco.

207. - Diciamo brevemente del mercato dello sconto. Dal mese di ottobre 1907, la Germania è in regime di monometallismo oro: e la legge del 1909, che ha rinnovato il privilegio alla Banca dell'Impero, ha stabilito che i biglietti di questa siano rimborsabili esclusivamente in moneta d'oro germanica.

208. - Le banche tedesche presentano spiccati due tratti caratteristici: l'accentramento; lo stretto legame che unisce queste banche alle industrie, cioè il largo sviluppo che esse danno alle operazioni di vero e proprio credito mobiliare.

Le grandi banche — alla testa delle quali sono quelle di Berlino — o hanno assorbito intieramente le banche minori, o se le sono affiliate grazie alla compra di azioni. S'intende che con la scomparsa e l'assorbimento delle banche minori, è cresciuto il numero delle succursali o delle agenzie delle banche maggiori. Si sono così formati sei aggruppamenti principali, con un capitale complessivo di dieci miliardi e mezzo di marchi.

Dopo essersi applicate a sviluppare e migliorare le condizioni dell'industria e del commercio all'interno del paese, queste banche hanno rivolto la loro attività ai paesi più lontani ed a favorire l'espansione coloniale germanica.

209. - Le grandi banche anzidette compiono operazioni di credito mobiliare su vasta scala, sia con aperture di credito a società industriali, sia con l'acquisto di azioni o obbligazioni di tali società, sia col tenerne in riporto. L'intimità tra le banche e le industrie si scorge dalla stessa composizione dei consigli di amministrazione; i direttori di imprese industriali sono chiamati a far parte dei consigli di amministrazione delle banche, mentre nei consigli delle imprese industriali sono delegati consiglieri delle banche per invigilarvi gli interessi di queste.

E' una situazione di cose pericolosa per le banche medesime. Ed infatti, mentre per es. in Inghilterra c'è una distinzione netta tra le

diverse specie di stabilimenti bancari, in guisa che le *Joint stock banks* ricevono depositi, ma non li impiegano che in operazioni di sconto e di anticipazioni su titoli, e le banche che compiono operazioni di credito mobiliare non lo fanno che con capitale proprio; mentre in Francia, se questa differenza non è così netta, tende ad affermarsi; in Germania, invece, tale divisione del lavoro fra le banche non esiste. I grandi stabilimenti bancari accennati dianzi ricevono depositi, ma se ne servono anche per sussidiare le industrie: insomma fanno operazioni di credito mobiliare non già ristrette nella misura del capitale proprio, ma anche dando ai depositi una destinazione di cui sono gravi gli inconvenienti ed i pericoli.

Codesta è fra le questioni che frequentemente si agitano in Germania. Nell'inchiesta sulle banche del 1908 uno dei quesiti fu questo: « E' desiderabile, nell'interesse del pubblico, che l'impiego dei depositi, per ottenere che siano sicuri e liquidi, venga regolato in via legislativa? » Ma le cose non mutarono: si ritenne che non fosse il caso di divenire ad una divisione *legale* in banche di deposito e sconto da una parte, e in banche di titoli dall'altra. Può darsi che questa separazione del lavoro bancario non possa essere che il risultato di una lenta evoluzione col crescere del risparmio e con un'attenuazione di quella vera febbre industriale da cui la Germania è stata presa in questi ultimi quaranta anni.

210. - Speciale menzione merita la *Reichs Bank* (non compresa nei sei grandi aggruppamenti bancari dianzi menzionati). Conviene di confrontare brevemente il suo meccanismo di emissione con quello delle banche centrali d'Inghilterra e di Francia.

Il sistema francese riposa sul « *banking principle* »: il portafoglio e la circolazione scoperta sono suscettibili di estensione indefinita. Il sistema inglese è fondato sul principio opposto ed è all'estremo opposto: l'emissione scoperta non può eccedere un certo limite prefissato: è in sostanza il « *currency principle* » Sono due concetti diversi. Del primo abbiamo visto le ragioni, parlando della Banca di Francia. Il secondo tende sopratutto a salvaguardare l'integrità del regime monetario — condizione indispensabile per un paese come l'Inghilterra che è il centro monetario del mondo — anche a costo del restringimento degli affari e magari di liquidazioni disastrose, le cui conseguenze per l'insieme della vita economica del paese, sembrano essere prontamente risanabili, in confronto dei danni che deriverebbero dal sistema opposto, con i suoi pericoli di inflazione e di corso forzoso.

Nel 1875, quando venne fondata la *Reichs Bank*, il legialatore si trovò a dover optare fra l'un sistema e l'altro. Si pronunciò in favore

del « *banking principle* », ma apportandovi alcuni perfezionamenti, rivolti sopratutto a prevenire l'inflazione.

Lo Stato, in base al bisogno di circolazione che presume normale, fissa un contingente: la Banca può emettere biglietti nei limiti di questo contingente a condizione di tener una riserva uguale al terzo della sua circolazione. La Banca può anche superare il contingente (sempre salva la condizione del terzo di riserva), ma allora lo Stato grava la circolazione eccedente con una imposta del 5 0[0. Il meccanismo automatico di questo sistema è facile a comprendersi. Quando la circolazione della Banca si estende oltre il contingente, essa viene a sopportare una perdita su questa eccedenza, se non eleva lo sconto almeno al 5 0[0. E quindi essa è condotta automaticamente a dover difendere la sua riserva d'oro. Si ha così una limitazione indiretta della circolazione.

Spesso la *Reichs Bank* ha sorpassato il contingente; ma non sempre, però, in tali casi, pur sottostando all'imposta, ha sollevato il saggio dello sconto: lo ha fatto soltanto quando l'eccedenza era notevole, quando le cause che sospingevano all'allargamento del contingente le sono parse durevoli e tali da dover essere combattute con un'elevazione del saggio.

211. - Il contingente della *Reichs Bank* era stato fissato a 250 milioni di marchi nel 1875, nel 1899 fu portato a 450. La legge del 1909, che ha rinnovata la concessione del privilegio per un nuovo periodo di dieci anni, ha aumentato il contingente, e sopratutto ha introdotto una innovazione, che è entrata in vigore il 1 Gennajo 1911: il contingente è di 550 milioni in tempi ordinari; ma alla fine di ogni trimestre (Marzo, Giugno, Ottobre, Dicembre) viene aumentato di 200 milioni e portato a 750.

212. Il tasso dello sconto è in genere sensibilmente più elevato alla *Reichs Bank* che alla Banca di Inghilterra ed alla Banca di Francia. Per difendere le sue riserve, la Banca d'Inghilterra non ha altro modo, e non esita ad impiegarlo, che alzare il saggio dello sconto: ma, per lo stato economico del paese, di rado questo sconto è mantenuto alto per lungo tempo; passato il pericolo, la Banca d'Inghilterra torna ad un tasso normale e moderato.

E' in Francia che il tasso dello sconto è più basso e subisce minor numero di variazioni. La causa principale di questa situazione è costituita dalle abbondantissime riserve metalliche di cui la Francia dispone. Concorrono, invero, a tener basso il saggio medio dello sconto anche il bimetallismo zoppo ed il premio sull'oro di cui dicemmo parlando del mercato francese; onde è più facile impedire s'intacchi la riserva d'oro senza dover sollevare il saggio dello sconto; ma queste

sono cause secondarie: la causa essenziale è quella di cui abbiamo parlato or ora.

213. - In Germania il saggio dello sconto è elevato e subisce variazioni frequenti ed estese. Sarebbe tuttavia un errore considerare la Germania come un paese povero e che produca poco risparmio, sol perchè il saggio dello sconto è generalmente alto. La Germania produce non meno di due miliardi di risparmio nuovo ogni anno, il quale — per la foga industriale e commerciale, più forte che in qualunque altro paese, tranne forse gli Stati Uniti — è appena creato, che è già investito in nuove imprese; quindi continua penuria di risparmio liquido; un alto saggio d'interesse. Ma non è in ciò la ragione dell'alto saggio dello sconto, poichè si tratta di due quantità economiche essenzialmente diverse, come ben sappiamo. E' in questo: che in Germania si ha largo bisogno di capitale monetario per i grandi crediti che il commercio concede ai suoi clienti.

Certamente l'elevatezza del saggio dello sconto e le frequenti sue variazioni non sono prive di inconvenienti negli affari; ma i tedeschi li sopportano facilmente, perchè costituiscono una conseguenza inevitabile della loro esuberante attività, e perchè per quanto paghino caro il denaro, ricavano profitti ancora maggiori dai crediti colossali in merci che essi consentono a tempo molto lungo all'intero universo.

214. - Per chiudere con un giudizio sintetico, domandiamoci: si può dire che sia preferibile il sistema su cui si impernia il mercato dello sconto tedesco, o quello inglese, o quello francese? In tesi astratta, no. E' questione di tutto un complesso di circostanze locali. Un paese in cui le disponibilità monetarie siano considerevoli, in cui il risparmio abbondi, ma l'attività industriale e commerciale sia relativamente moderata, può ammettere un sistema a grande elasticità; il quale non converrebbe nè ad un paese trascinato in una intensa foga di affari, come la Germania, nè ad un paese, come l'Inghilterra, che è il centro di liquidazione delle transazioni internazionali, e che deve, perciò, essere assai rigoroso nel mantenere il carattere fiduciario della sua circolazione e nel difendere le sue riserve metalliche.

215. - Il mercato dei valori tedeschi è caratterizzato da una grande ingerenza e da una grande regolamentazione statale in materia di borsa, per quanto la legge del 1908 abbia alquanto attenuato i rigori di quella del 1896, pur conservandone una delle idee fondamentali, quella cioè di proteggere certe persone contro i pericoli risultanti dalle operazioni a termine.

La legge del 1896 era stata fatta per diffidenza e quasi per ostilità al capitale mobiliare, sotto l'influenza dei socialisti da un lato e degli

agrari dall'altro. Era intervenuta nella disciplina delle borse assai più che non convenisse: e — questo, sopra tutto, riuscì funesto — avea emanato disposizioni draconiane sulle operazioni a termine, al punto da proibire addirittura qualsiasi operazioni di questo genere su alcune merci, come il grano, e sulle azioni ed obbligazioni di alcune imprese, come quelle minerarie. Gli effetti di quella legge furono che le operazioni a termine si seguitarono a fare egualmente, ma dando gli ordini ad alcune borse straniere, con grave danno di quelle tedesche. Le recriminazioni degli uomini d'affari e la crisi del 1907 indussero a mitigar la legislazione sulle borse del 1896 con la legge del 1908.

216. - Accanto ai fondi pubblici tedeschi, alle azioni ed obbligazioni di banche, imprese industriali e commerciali indigene, la quota della borsa di Berlino comprende un gran numero di fondi di stato esteri e una grande quantità di azioni ed obbligazioni di ferrovie straniere e specialmente americane.

217. - **Il mercato americano.** - Gli Stati Uniti sono in continua ascensione. Due cause sopra tutto determinano il loro continuo aumento di ricchezza: la fertilità del vasto territorio, l'aumento incessante della popolazione, che si accresce di un milione all'anno (attualmente è di 100 milioni sopra un territorio che permette di nutrirne ancora più di altrettanti). Hanno una raccolta di prodotti naturali, che ascende ad un 45 miliardi all'anno.

La ricchezza americana in capitali mobiliari e immobiliari si valuta a più di 600 miliardi di franchi, ed aumenta di un 20 miliardi all'anno, (le cifre corrispondenti per la Francia, ad esempio, sono 200 e 3). Dei miliardi all'anno di nuovo risparmio creato dagli Stati Uniti, si calcola che 10 siano investiti in capitali immobiliari, 5 in fondi di stato e prestiti a città e 5 in nuove imprese industriali e commerciali. Una caratteristica del mercato americano dei valori, è che con una così intensa creazione di valori nuovi, non c'è quasi negoziazione di titoli stranieri: e si capisce, perchè con tanta vastità di territorio e con tante prospettive di sviluppo e tanti campi di investimento, i valori indigeni bastano ad alimentare anche una vivace speculazione com'è quella delle borse americane.

218. - Il mercato dello sconto americano merita una speciale menzione per la sua imperfezione, la sua instabilità, i suoi caratteri patologici: onde spesso è punto di partenza o causa occasionale di disturbi monetari e crisi che colpiscono poi i paesi economicamente più progrediti d'Europa.

219. - Accanto alla moneta d'oro e a quella d'argento, — quest'ultima è tuttora moneta legale, non ostante che la legge 14 marzo

1900 abbia stabilito il monometallismo aureo – si hanno biglietti di stato emessi dal Tesoro, e *National Bank Notes* emesse dalle banche nazionali.

Tutte le associazioni che si conformano alle leggi sulle *National Banks*, hanno diritto di emettere biglietti per un ammontare uguale al valore nominale di titoli pubblici depositati presso il Tesoro. Devono inoltre le banche tenere delle riserve proporzionali ai depositi (la riserva varia dai 15 al 25 o[o). Siccome la legge sulle banche nazionali non concede loro di stabilire succursali nelle varie città, così ha dovuto consentire alla costituzione di molte banche. Nel 1908 erano 6698 con un capitale complessivo di 905 milioni di dollari e una cifra totale di emissione di 627 milioni di dollari (1).

Questa circolazione è eccessiva, quando si tenga conto che alla stessa epoca ed espressa egualmente in dollari, la circolazione per abitante in Germania, in Francia e nella Gran Bretagna era, in cifra tonda, rispettivamente di 3 1[2, 3, 2 1[2.

Da questo eccesso che cosa segue? Che le banche, per non tenere inoperosa una così grande quantità di biglietti, danno facilitazioni di ogni sorta nei prestiti.

220. – Ma questa circolaziono, mentre è eccessiva, è anche priva di elasticità. Non sono elastiche, infatti, le emissioni dello Stato, perchè queste hanno cifre invariabili. Nè sono elastiche quelle fatte dalle banche; perchè queste non possono estendere la circolazione che acquistando titoli del debito pubblico e depositandoli presso il Tesoro. Esse non hanno convenienza a far nuovi acquisti di titoli, quando il movimento di aftari cresce, nè hanno convenienza a vendere titoli quando il movimento di affari diminuisce, perchè nel primo caso la loro ingente domanda ne aumenterebbe il prezzo oltre il valore nominale, mentre la circolazione non può essere ragguagliata che al valore nominale, e nel secondo andrebbero incontro a tutte le perdite provenienti dall'abbassamento dei prezzi dei titoli provocato dalle loro vendite.

Eppure nessun paese più degli Stati Uniti avrebbe bisogno di una circolazione elastica al massimo grado; perchè la domanda di mezzi di scambio vi è variabilissima, non soltanto per le alternative continue di espansione e contrazione degli affari, tanto più sensibili in un paese dove la speculazione si esercita su vasta scala in tutti i rami dell'attività economica; ma anche per la semplice differenza negli scambi nor-

(1) Queste erano banche che *emetterano* biglietti; ma il lavoro bancario negli Stati Uniti è fatto da ben 25.000 istituti, non tutti, si intende, egualmente potenti e degni di fiducia.

mali da stagione a stagione, a causa della preponderanza che i prodotti agricoli hanno nella complessiva produzione nazionale. Ogni anno, a misura che si avvicina l'autunno, la domanda di mezzi di scambio sale sempre per la compra e vendita dei prodotti agricoli, il cui ammontare ascende a parecchi miliardi. E poichè lo *chek* è poco diffuso nelle campagne, ne viene che al momento dei raccolti, dai distretti industriali parte verso i distretti agricoli una corrente metallica che oscilla fra i 600 e gli 800 milioni di dollari secondo l'abbondanza ed i prezzi del raccolto: quindi una tensione monetaria con ripercussioni più o meno gravi su tutti i mercati del mondo.

221. - Ma oltre alla nessuna elasticità delle emissioni bancarie, oltre alle oscillazioni violente della domanda dei mezzi di circolazione, un'altra ragione si aggiunge di frequente a sconvolgere il mercato monetario, ed è il modo che le banche seguono nel fare i prestiti.

Negli Stati Uniti le operazioni di sconto non sono, come in Europa, il mezzo principale con cui le banche prestano moneta: le operazioni di sconto hanno una importanza molto secondaria. Le banche impiegano una parte dei loro mezzi disponibili a codesti sconti ad un saggio sempre uguale, fino a che non hanno esaurito le disponibilità che destinano a tal fine; esaurite le quali, non fanno più sconti. Così il mercato monetario passa di botto dalla facilità grandissima di avere prestiti e ad un saggio di sconto moderato, alla quasi impossibilità di avere prestiti ed a saggi altissimi.

L'impiego più frequente delle disponibilità bancarie è quello dei « *call loans* », prestiti a breve scadenza, che si fanno in borsa; i quali aiutano in sostanza le speculazioni sui valori. Quando vi sono tensioni monetarie, si ha di colpo un restringimento di questi « call loans »: donde violenti contraccolpi sul corso dei valori pubblici, e sulla solidità delle banche medesime. E' come se da noi le banche operanti su depositi li impiegassero in gran parte in operazioni di riporto.

222. - E' un mercato monetario in condizioni patologiche, come dicemmo. Le quali fanno sentire il loro contraccolpo anche sul mercato monetario internazionale, in quanto determinano delle correnti metalliche che affluiscono dalle altre regioni agli Stati Uniti, allorquando essi hanno bisogno di oro per supplire alla deficienza della loro circolazione fiduciaria. Nei mesi di novembre e dicembre del 1907, all'epoca della crisi, vi fu un drenaggio di oro negli Stati Uniti di più di 106 milioni di dollari: la sola banca di Inghilterra in novembre, e in gran parte in una sola settimana, si vide sottrarre la cospicua somma di 10,2 milioni di lire sterline.

E' per questa ragione che le tensioni monetarie americane si tra-

sformano così spesso in gravi disturbi monetari europei. Poichè il difettoso organamento del mercato nord americano dà luogo così spesso a movimenti eccezionali di metalli preziosi, è naturale che verso questo mercato si appuntino gli sguardi degli uomini di affari di tutti i paesi, e che esso abbia una importanza specialissima nel mercato monetario internazionale pei problemi che fa sorgere, di interesse universale più che locale.

223. - Il mercato dei valori negli Stati Uniti è in gran parte concentrato a New York. Mentre — come già abbiamo notato — nelle borse di Londra, di Parigi, di Berlino, i valori stranieri tengono un posto considerevole, la quota di New York non comprende che valori indigeni quasi esclusivamente. Fra i valori indigeni quelli ferroviari tengono il primo posto. Due terzi delle transazioni quotidiane delle borse americane si riferiscono ad azioni od obbligazioni di società che hanno costrutto od esercitano quella immensa rete (400.000 km.). E' noto che la ferrovia ha creato economicamente gli Stati Uniti: molte contrade vi hanno conosciuto la ferrovia prima della strada carrozzabile.

224. - Le molte contrattazioni allo *Stock Exchange* di New York (l'americano specula assai, perchè vuol guadagnare presto molto denaro) richiedono grandi capitali. Quindi i banchieri di New York prendono spesso denaro a prestito dall'Europa. Vi sono transazioni di centinaia di milioni di franchi fra New York, Londra e Parigi.

225. - Da qualche anno il pubblico in Europa — specie a Londra, Parigi e Berlino — si interessa ai valori americani. A Londra soprattutto, da più di quaranta anni i grandi valori ferroviari e i principali valori industriali dell'America vi hanno un mercato considerevole.

A New York, come da per tutto, vi sono due specie di valori: quelli di riposo e quelli di speculazione (ferrovie, mine, etc.) I primi sono capitalizzati a basso saggio, leggermente al disopra di quello francese o londinese: perchè a parità di sicurezza non si può ammettere che il denaro impiegato in titoli americani produca più del 1\|2 0\|0, ad esempio, al disopra di quanto avvenga in Francia o in Inghilterra. Ma tosto che si esca da questa categoria di valori estremamente sicuri, si può ottenere negli investimenti americani anche il 5 o 6 per cento pur con valori di primo ordine.

Si noti a questo proposito che sul mercato americano il corso delle rendite di Stato è assai alto, e quindi non rappresenta un investimento remuneratore. Ecco perchè esse sono poco negoziate nelle borse d'Europa. Il 3 0\|0 federale si negozia al 101, 102; il 4 0\|0, rimborsabile nel 1925, si negoziava a 113 nel gennajo 1912. Il prezzo così alto, ossia il saggio di rendimento così basso, non indica già che questo sia

il saggio generale dell'interesse negli Stati Uniti. Il fatto è dovuto a ciò: che qui si tratta di un vero e proprio scompartimento chiuso del risparmio: in cui il saggio è così basso, certo per la grande sicurezza dell'impiego e per la limitata entità del debito pubblico — quello degli Stati Uniti non ammonta che a 5 miliardi di franchi — ma più ancora per effetto del sistema bancario vigente, il quale, come abbiamo visto, fa obbligo agli stabilimenti di credito di tenere questi titoli a garanzia dei loro biglietti. Il che assicura un alto prezzo a questi titoli, e quindi, con la possibilità di conversione, concede allo Stato di pagare un interesse basso sul suo debito pubblico: ma quanto poi ciò assicuri la convertibilità del biglietto, è assai dubbio, per questo abbiamo detto sinora.

XIII. - Il centro mondiale della moneta e del risparmio. (1)

226. - Fra tutti i paesi industriali, quello che oggi occupa la posizione preminente nel mercato internazionale della moneta e del risparmio, è l'Inghilterra. Mentre la Germania, infervorata in prodigioso sviluppo industriale, si dibatte per le eccessive immobilizzazioni, in strettezze monetarie, che le vietano di porre il proprio mercato a disposizione degli altri paesi; mentre la Francia, curante di non alterare con frequenti sbalzi il suo mercato interno, assegna alle sue grandi riserve metalliche il carattere di un fondo stagnante e le difende col premio sull'oro, che la pone quasi fuori delle grandi correnti monetarie mondiali; l'Inghilterra, che non oppone alcuna restrizione al movimento dei metalli preziosi — sollecita non tanto d'impedirne l'uscita, quanto di provocarne il ritorno — a tutti i paesi superiore per industrie, per commercio, per risparmio, per sviluppo di sistemi bancarii; meglio di ogni altro paese, adunque, possiede i requisiti necessari a funzionare da centro monetario del mondo.

Tutte le domande di prestiti monetarii, derivanti da parziali tensioni nei varii paesi, convergono al mercato inglese. In autunno esse si intensificano regolarmente: donde il fenomeno ben noto del *drain* autunnale.

Se a Londra affluiscono domande di prestiti monetari di ogni paese,

---

(1) Si veggano i già citati lavori del *Fanno*.

a Londra, dunque, più facilmente che altrove, possono trovare impiego le somme temporaneamente disponibili.

Così a Londra si accentra la domanda internazionale dei prestiti monetari e si accentra anche l'offerta delle disponibilità mondiali. Per Londra passa non soltanto l'oro che viene prodotto nei paesi a miniere per distribuirsi poi in tutto il mondo, ma passa inoltre il capitale monetario inoperoso in alcuni paesi per trasferirsi a quelli che ne hanno bisogno.

227. - Di qui la posizione dominante del mercato londinese, di qui i continui flussi e riflussi d'oro; ma di qui pure l'estrema sensibilità del mercato di Londra, soggetto a risentire la ripercussione immediata del mutamento delle condizioni di tutti i paesi del mondo. Così tutti i mercati uniformano il loro andamento a quello del mercato inglese e sono a questo subordinato. Ma così pure ogni tensione monetaria che sopraggiunga nel mercato inglese, ha una ripercussione formidabile in tutti gli altri paesi.

228. - A che l'Inghilterra deve questa sua posizione assolutamente predominante sul mercato internazionale della moneta e del risparmio? Perchè Londra è il centro di distribuzione del metallo delle miniere? Perchè la lira sterlina è la moneta mondiale? Perchè Londra è il centro dei pagamenti di ogni specie? Perchè, insomma, è il centro monetario del mondo?

Anzitutto la funzione di raccogliere l'oro dai paesi che ne sono produttori per distribuirlo a tutti gli altri, non può essere esercitata che dai paesi economicamente più progrediti, capaci di vincere la concorrenza degli altri nei rapporti economici con i paesi a miniere. Per l'Inghilterra il semplice fatto che essa non per vincoli politici ha le relazioni più dirette con i paesi a miniere — il che significa che nella concorrenza internazionale vince gli altri paesi nei rapporti di scambio con i paesi a miniere — sta dunque a provare che essa per molti prodotti di esportazione ha un più *basso costo di produzione.*

Dunque, anzi tutto, *basso costo di produzione* in molti prodotti d'esportazione.

Poi — e come conseguenza di questo fatto — *relazioni di scambi commerciali con tutto il resto del mondo.* A Londra si trovano tratte su tutto il mondo; in tutto il mondo si trovano tratte pagabili a Londra.

Poi — ancora — lo sviluppo *poderoso del risparmio* inglese ed il *largo collocamento* di questo risparmio all'estero.

Infine, il sistema *monetario inglese* di monometallismo aureo, con carattere assolutamente e pienamente fiduciario del biglietto di banca; per cui Londra è il solo mercato dove realmente sia possibile ottenere

metallo senza discussioni, senza ostacolo, senza pagare premi. Ciò spiega come la lira sterlina sia la moneta mondiale, e come Londra sia il centro dei pagamenti d'ogni specie.

229. - Il fatto che centro monetario è anche il paese economicamente più evoluto — e non potrebbe essere centro monetario se così non fosse — spiega altri fenomeni assai notevoli. Esso è anche — appunto per essere il più evoluto — ricco di risparmi: da esso partono continue correnti di risparmio per l'estero; e queste correnti, come sappiamo, hanno di solito un'avanguardia metallica. Sicchè esso è soggetto, anche pel movimento internazionale del risparmio, a continue uscite di specie metalliche.

Inoltre, ancora, appunto per essere il paese economicamente più evoluto, ha sistemi di compensazioni che riducono a scarsa cifra relativa, rispetto all'enorme movimento di affari, la quantità di metallo necessario alla circolazione; sicchè si verifica il fatto che il paese appunto al quale più copiose arrivano le correnti metalliche dei paesi a miniere e donde più copiosamente si dipartono per essere distribuite al mondo, ne ha poi presso di sè una quantità relativamente molto limitata. Esso fa assegnamento che allorquando le sue riserve siano intaccate, basta, col rialzo dello sconto, deprezzare lievemente l'enorme massa di titoli che possiede, e quando occorra, con un sollevamento più energico, — e con la conseguente limitazione del medio circolante fiduciario — deprezzare alquanto i prodotti, perchè quelle riserve siano ristabilite, ponendo a contributo non soltanto la produzione metallica dei paesi a miniere, ma anche le riserve di tutti i paesi del mondo intero.

Donde il frequente variare del saggio dello sconto sul mercato monetario inglese, il suo carattere alquanto tumultuatario, che fa contrapposto al calmo e pacifico mercato monetario francese; il quale, dotato di una riserva metallica rilevante, non chiamato ai fastigi, ma neppure agli oneri del centro monetario del mondo, ha un saggio dello sconto a variazioni lente e rare, e quasi immutabile.

230. - I singoli mercati sono autonomi: ma tutti si collegano fra loro e si coordinano al grande mercato centrale: il mercato monetario inglese. A questo convergono le grandi correnti monetarie e da esso le correnti monetarie si irradiano in ogni direzione. Col continuo alternarsi dei rialzi e ribassi del saggio dello sconto, i metalli preziosi fluiscono al cuore o rifluiscono alla periferia.

dell'oro sollevato su quello ordinario (spese di trasporto, assicurazione ecc.) di tutto l'aggio, ossia di tutto il deprezzamento della carta-moneta.

234. - Ma se invece nella piazza I questo non è possibile, o perchè non c'è oro, o perchè il Governo si oppone alla sua esportazione, o perchè, pure essendovene, le banche non lo diano se non facendosi pagare in più non soltanto l'aggio, ma l'intero cambio, allora nessuno ha più convenienza di far pagamenti con esportazione d'oro anzi che con effetti; allora è come se oro non ce ne fosse punto: allora il prezzo delle cambiali può raggiungere notevoli altezze, secondo la quantità dei debiti a vista del momento con l'estero e i crediti a vista disponibili, con tutti gli inconvenienti che sono conseguenza di queste ampie oscillazioni.

235. - Si badi che quando per una delle ragioni anzidette è impedita l'esportazione dell'oro, il cambio può salire a notevole altezza, pur non essendoci una quantità di carta eccedente i bisogni della circolazione. L'altezza del cambio oltre il punto dell'oro non implica necessariamente un eccesso di circolazione oltre la quantità *ab* (Fig. 33); perchè si può avere una circolazione che sia nei limiti di *ab* normalmente, e tuttavia un cambio superiore al punto dell'oro, quando la trasformazione del biglietto in oro sia ostacolato in uno dei modi anzi detti, talchè pei pagamenti all'estero si sia costretti a ricorrere esclusivamente alle cambiali. E perciò non sempre il semplice fatto di un cambio che sorpassi il punto dell'oro, vuol dire che la circolazione sia eccessiva; perchè il fatto può dipendere semplicemente dall'ostacolo che per l'una o l'altra delle ragioni dette dianzi si ponga all'uscita dell'oro (1).

236. - Quando si raggiungono dislivelli dei cambi così forti, non ci sono che due vie per attenuarli: o lasciare che esca la quantità d'oro che occorre; ovvero se non si vuole che la riserva d'oro diminuisca (si voglia, per esempio, tenerla intatta per ragioni politiche) bisogna restringere la circolazione, cioè diminuire il portafoglio, cioè rialzare il saggio dello sconto. Chè se la riserva d'oro non si vuole toccare e la cir-

---

(1) Rammentiamo che in una circolazione metallica (o interamente coperta) il cambio favorevole o sfavorevole è, come è noto, dipendente dal fatto che nell'interno della piazza il prezzo della moneta in prodotti sia superiore o inferiore a ciò che è sul mercato esterno. (Fig. 34). Il cambio sfavorevole è indizio che esce moneta (come quello favorevole è indizio che ne entra) allorchè lo scarto raggiunga i punti dell'oro.

Quindi, in sè stessa considerata, l'uscita dell'oro, nel caso di un cambio sfavorevole, non è un malanno, perchè tende semplicemente a riportare le cose all'equilibrio. C'è solo il fatto che in una circolazione fiduciaria bisogna guardarsi dal restare privi d'oro: ed a ciò si provvede manovrando il manubrio del saggio dello sconto. In regime di carta-moneta questo processo non funziona più.

colazione non si vuole restringere, bisogna rassegnarsi ai mali dell'alto cambio oltre il punto dell'oro.

237. - Diciamo brevemente delle speculazioni sui cambi. Sono tali quelle che abbiamo visto a suo luogo negli « *arbitraggi* ». Ma queste hanno una portata limitata. Campo più vasto alla speculazione si offre quando i cambi (o per deprezzamento della carta-moneta o per bisogni di tesaurizzazione dovuti a cause politiche) sono soggetti a più ampie oscillazioni che non siano quelle anguste comprese tra i punti dell'oro. Allora si specula sul rialzo o sul ribasso dell'aggio.

238. - Vediamo alcune forme di questa speculazione.

a) Si incettano cambi quando si prevede il rialzo; si gettano sul mercato quando si prevede il ribasso: e questo non soltanto, per un processo a noi noto, affretta ed anticipa le oscillazioni future previste, ma le esacerba per opera della speculazione che talvolta si spinge troppo oltre.

In sussidio della speculazione sui cambi valgono talvolta le manovre che si fanno per influire sul corso di certi titoli internazionali, le rendite di stato ad esempio.

Come è noto, gli arbitraggi su tali titoli hanno per effetto di livellare la differenza dei corsi al cambio. Il cambio, dunque, influisce sui corsi: ma gli stessi arbitraggi influiscono sul cambio.

Se, per es., essendo il cambio d'Italia su Francia 101, la differenza dei corsi delle rendite è più di I, poniamo a Parigi 99 ed in Italia 102, gli arbitragisti sulla rendita italiana ne compreranno a Parigi e ne venderanno in Italia. Questo attenua lo scarto fra i due corsi e lo ragguaglia al cambio; ma il cambio stesso non rimane più a 101, bensì aumenta alquanto per il fatto che in Italia si accende un debito verso la Francia per i titoli che entrano: cosicchè la differenza dei due corsi della rendita in Italia e Francia tende, si, ad adeguarsi, col discendere di quello e il salire di questo, ma ad uno scarto che è qualche cosa di più del cambio 101, perchè il cambio stesso diventerà un po' più alto di 101.

Ciò premesso, partiamo da una situazione in cui i prezzi a Parigi ed in Italia siano livellati (cioè con uno scarto eguale al cambio più le spese di trasporto, commissioni etc.). Se ora il prezzo a Parigi discende o se il prezzo sale in Italia, le operazioni di arbitraggio che ne susseguono, fanno alzare il cambio d'Italia su Francia. Se, dunque, in un primo momento di cambi miti se ne sono incettati in gran numero, basta poi provocare, con manovre, un rialzo della rendita a Roma o un ribasso a Parigi, perchè i cambi subiscano uno sbalzo in salita, e si possano vendere a più alto prezzo quelli già incettati.

Naturalmente la speculazione sui cambi come compra ed incetta quando prevede o spera un'ascensione per le vicende del mercato dei cambi in dipendenza del dare e dell'avere internazionale, o perchè la rendita all'interno abbia a salire, ovvero a ribassare all'estero; così si affretta poi a vendere quando prevede o teme una depressione dei cambi dipendente dai fatti inversi. E come nel primo caso dà luogo ad ascensioni più forti e repentine, così nel secondo dà luogo a più repentini e forti ribassi.

239. - Si noti che talvolta sono i governi stessi che finiscono col venire in aiuto alla speculazione sui cambi, tenendo artificialmente alto il prezzo della propria rendita all'interno, per una ragione o per un'altra, mentre invece ad attenuare il cambio si richiede che prodotti e titoli possano deprezzarsi.

240. - *b*) Altre forme di speculazioni son queste. Allorchè i cambi, per le ragioni anzidette, sono soggetti a larghe oscillazioni, si fanno veri e propri contratti a termine, speculando al rialzo od al ribasso, come si fa con gli ordinari valori di borsa. Giunti alla scadenza, coloro che, prevedendo una diminuzione dell'aggio, giocarono al ribasso, si fecero cioè venditori, devono coprirsi, acquistando oro o divise per consegnare: il che fa salire rapidamente i prezzi. D'altra parte gli incettatori d'oro o di divisa, incettatori perchè fidenti nel successivo aumento del prezzo, quando sono sorpresi poi da una causa di ribasso, si affrettano a vendere, temendo peggio, e precipitano così il ribasso.

Come in ogni altro campo in cui essa si esercita, anche in questo dei cambi non è la speculazione per sè stessa che produce i danni derivanti dagli sbalzi violenti e repentini: i danni sono dovuti all'eccesso della speculazione; la quale, se contenuta in convenienti limiti e fatta da speculatori veramente competenti ed avveduti, non esacerbà, ma attenua le oscillazioni di prezzi che senza di essa si produrrebbero.

241. - *c*) C'è un'altra forma, più modesta di speculazione sui cambi, quando questi sono largamente oscillanti. E' quella che in Italia ha dato luogo in qualche momento all'*affidavit*. Si incettano cedole di rendita per esigerne il pagamento in oro all'estero, guadagnandovi la differenza. Gli incettatori di cedole per procurarsele dànno un premio ai possessori (da noi si è giunti sino ad un premio dall'1, 1 ½ %).

A combattere questa speculazione, da noi si ricorse a vari mezzi, fra cui l'*affidavit*, cioè il giuramento o la parola d'onore che i titoli, la cui cedola si doveva pagare in oro all'estero, non appartenessero ad italiani. Dell'*affidavit* — misura di rigore contraria all'indole stessa delle transazioni commerciali — non si può giustificar la ragione che in casi assolutamente estremi.

Il vero mezzo che lo Stato ha per difendersi da queste speculazioni — mezzo che, in circostanze non addirittura eccezionali, risponde al suo scopo — è di richiedere la presentazione dei titoli, dai quali le cedole furono staccate. Basta questo, nelle circostanze non eccezionali affatto, ad annullare o quasi la possibilità della speculazione. Infatti è da escludere che la speculazione, per presentare a Parigi anche i titoli, li compri in Italia, perchè questo ne accrescerebbe il prezzo: sicchè quando poi esatto il coupon, gli speculatori li volessero rivendere, perderebbero nell'operazione assai più che il modesto guadagno fatto sul cambio pel pagamento delle cedole. La speculazione resta così limitata a quella poca incetta che si può fare di titoli da mandare insieme con le cedole all'estero. E se si tien conto del premio da dare a chi vi si presti, delle spese di trasporto e di assicurazione, si capisce che non ne valga la pena, se non quando il eambio sia addirittura altissimo ed affatto anormale.

242. - Lo sconto. - In un paese a circolazione avariata, in cui vige il corso forzoso, lo sconto presenta, generalmente, questi tre caratteri: *a*) esso è soggetto a pochissime variazioni e rimane quasi immobile per anni interi, qualunqe sia la quantità delle emissioni e qualunque sia il movimento degli affari; *b*) esso è generalmente elevato; *c*) infine, esso vien determinato soltanto da circostanze locali, e indipendentemente dalle condizioni del mercato monetario internazionale, come se tal paese fosse addirittura tagliato fuori da quest'ultimo.

243. - *a*) La circolazione metallica e la circolazione fiduciaria sono *elastiche* — nel senso che se la quantità di mezzi di scambio diventa diversa da quella « normale » d'equilibrio, vi è tendenza automatica a ritornare alla circolazione normale per un processo che ben conosciamo. Così pure, automaticamente, se cambia il movimento di affari, la circolazione metallica e quella fiduciaria si adeguano al mutamento. La carta-moneta, invece, non può essere importata se manca, nè può essere esportata se abbonda. Mentre per la circolazione metallica o fiduciaria vi è una sola posizione d'equilibrio, per la circolazione di cartà-moneta si hanno tante posizioni quanto diverse sono le quantità di carta emesse; di carta-moneta per i bisogni della circolazione interna non vi è mai esuberanza o insufficienza, i prezzi espressi in carta-moneta variando in guisa da adattarsi alla quantità della circolazione: non c'è — *grosso modo* — che una variazione proporzionale dell'unità monetaria.

Questo ci spiega perchè in tali paesi a circolazione avariata il saggio dello sconto è soggetto a pochissimi cambiamenti e rimane immobile per anni interi, qualunque sia la quantità delle emissioni cartacee.

244. - *b*) Nei paesi a corso forzoso il saggio dello sconto è relati-

vamente elevato. A precisare questo concetto, preferiamo enunciarlo così: un determinato paese a corso forzoso ha saggio di sconto più alto di quello che il *medesimo* paese avrebbe a circolazione non avariata.

In tali termini va posta la tesi, se si vuole che risponda ai fatti. Non già porre a confronto *paesi diversi*, di cui l'uno a circolazione sana, l'altro a circolazione avariata.

Il saggio dello sconto in un paese, alto o basso, dipende dalla circostanza *A*, che esso abbia una circolazione avariata; ma anche dipende da tante altre cause *B*, *C*, *D*.... E dunque una connessione tra il fatto dello sconto e la circostanza *A* si può solo rintracciare se e fino a quando le altre circostanze *B*, *C*, *D*.... si possano supporre invariate; il che, dunque, esclude il confronto tra *paesi diversi*.

Ciò che, soltanto, i fatti provano è questo: che generalmente, un *dato* paese, abolito che abbia il corso forzoso, si trova ad avere un saggio dello sconto più basso di prima. E' ciò che si è verificato in Italia ed in Austria luminosamente. Il che perfettamente si spiega: perchè una circolazione avariata vuol dire variabilità della valuta, maggiore incertezza nelle transazioni, e quindi maggiore prezzo del credito in tutte le sue forme.

245. - *c*) Infine un altro carattere del saggio dello sconto nei paesi a circolazione avariata, è che esso vien determinato soltanto da circostanze locali e indipendentemente dalle condizioni del mercato monetario internazionale. E si capisce: tali paesi si trovano, rispetto alla circolazione monetaria, come isolati dal resto del mondo, e non risentono se non molto indirettamente le influenze buone o cattive, che da esso provengono. L'oro esiste anche in tali paesi, ma solo per eccezione serve come mezzo di pagamento: è una semplice merce, che si ottiene a prezzo più o meno alto in carta moneta, secondo l'aggio; non è l'essenziale veicolo degli scambi, sul prezzo d'uso del quale influisca, come accade nella circolazione metallica o fiduciaria, l'abbondanza o la scarsezza che se ne manifesti altrove.

Se, per esempio, si considera quanto accadde in Italia dal 1866 al 1894, non si trova punto che da noi il saggio dello sconto abbia riprodotto le vicende del mercato monetario inglese, come, dal più al meno, accade in tutti i paesi aventi circolazione monetaria o fiduciaria: si trova spesso che in Italia il saggio dello sconto sale, e in Inghilterra discende: e viceversa.

246. - Nel nostro mercato monetario dopo il 1894 le condizioni si sono gradatamente migliorate, tanto che il saggio dello sconto è divenuto anche da noi un po' più a contatto col mercato internazionale.

Ma anche dopo che sono in gran parte cessate le immobilizzazioni, anche dopo che la circolazione è divenuta più sana e sono scomparsi i saggi del 10 o 12 %, tuttavia permane da noi quel complesso di caratteri di poca variabilità, di elevato saggio e di isolamento dal mercato internazionale, che è caratteristico dei paesi a corso forzoso (1).

247. - Il corso forzoso (2). - Come abbiamo visto, nel regime della carta-moneta i metalli sono scacciati dalla circolazione: una parte di essi emigra all'estero, e quella che rimane nel paese viene confinata e relegata nei forzieri delle banche. Le correnti metalliche sono ridotte a modesti rigagnoli. Questi paesi sono tagliati fuori dalle grandi correnti monetarie. Solo di quando in quando, per provvedere ai saldi eventuali della bilancia commerciale, qualche rivolo d'oro sgorga dalle riserve immobilizzate o vi si riversa.

Se il corso forzoso una volta attuato assottiglia le correnti monetarie di un paese, esso dà luogo a movimenti notevoli di metalli preziosi in due momenti della sua vita: quando è inaugurato e quando è abolito.

248. - Circa le correnti monetarie cui dà luogo l'instaurazione del corso forzoso, bisogna distinguere secondo che *a*) al corso forzoso si sia venuti per impellenti necessità finanziarie, che resero indispensabile l'immediata disponibilità delle riserve metalliche delle banche: ovvero *b*) che vi si sia venuti in conseguenza di una disordinata politica bancaria.

249. - Nel caso *a*) l'oro, subito dopo proclamato il corso forzoso, comincierà ad esulare, determinando delle correnti che dal paese di cui si tratta, (chiamiamolo I per brevità) andranno a versarsi nei paesi a circolazione normale, dei quali ingrosseranno le scorte metalliche.

Ora, se il paese I è di potenza economica limitata, l'alienazione della sua scorta metallica si compie senza ulteriori effetti tangibili. Ma se invece I è dotato di una forte riserva metallica, si verificano nei paesi in cui essa emigra, quei fenomeni a noi noti (alzamento dei prezzi ed uscita di moneta metallica) che abbiamo visto accadere quando, per esempio, si ha un aumento di produzione nei paesi a miniera, e poi pel tramite dei paesi che con questi sono in diretta comunicazione si ha una redistribuzione del nuovo metallo ed una nuova posizione di

---

(1) Si ricordi che in tutta questa trattazione del mercato internazionale della moneta e del risparmio noi descriviamo e discutiamo lo stato di fatto *anstitante* allo scoppio della guerra: lo studio delle conseguenze economiche e finanziarie dello stato di guerra, anche nel campo degli argomenti che qui si svolgono, forma oggetto di un'apposita serie di lezioni.

(2) Per tutta questa parte riguardante il corso forzoso, l'insegnante molto si è valso, tra gli altri, dei lavori del *Fanno*, più volte citati.

equilibrio. Questi processi di distribuzione del metallo, attraverso al meccanismo del sollevamento dei prezzi, non sono privi — appunto per tale sollevamento — di effetti, che possono essere vere crisi, del genere di quelle che noi abbiamo descritte nei turbamenti occasionali (« *Principi* » 209-211).

250. - Nel caso *b*) quando l'instaurazione del corso forzoso non è l'effètto di cause improvvise, ma la conseguenza di una cattiva politica finanziaria e bancaria che esorbiti nelle emissioni, allora il processo è diverso: l'esodo dell'oro è provocato non soltanto da quei fatti che schematicamente furono espressi nei « *Principii* » (122), ma anche da ciò che lo scosso credito del paese e la tema di perdere i propri capitali in disastri bancari, o di vederli svalutare pel deprezzamento della moneta, fa sì che gli stranieri ritirino i loro capitali impiegati nel paese I; sicchè l'uscita d'oro per questo precipita, ed è affrettata la sospensione del cambio dei biglietti. Titoli che I abbia collocato all'estero e che, deprezzati, rientrano perchè acquistati da compratori indigeni; riporti concessi da banche straniere, i quali cessano; carta commerciale riscontata all'estero che non trova più risconti: tutte cause che alterano la bilancia a danno di I e che cagionano una migrazione d'oro.

251. - Occupiamoci ora dell'altro fatto: l'abolizione del corso forzoso.

Per chiarezza, distinguiamo: il caso *a*) di una circolazione di carta-moneta puramente bancaria; il caso *b*), in cui si tratti di una circolazione di carta-moneta puramente di Stato; il caso *c*) di una circolazione di carta-moneta di Stato ed una circolazione di carta-moneta bancaria ad un tempo.

Il caso *c*) è il più frequente — era anche il caso dell'Italia nell'abolizione del corso forzoso fatta ai tempi del Magliani; il caso *b*) è meno frequente, anzi si può dire che lo trattiamo qui esclusivamente per comodità d'analisi.

La differenza fra la circolazione di Stato e la circolazione bancaria sta in ciò, che a quest'ultima corrisponde, in tutto od in parte, un portafoglio, ed a quella no.

252. - Nel caso *a*) di una circolazione di carta-moneta puramente bancaria, è sul portafoglio che bisogna agire, riducendolo gradualmente — il che non può farsi che operando sul saggio dello sconto — senza che vi sia bisogno di acquistare una massa di moneta metallica. L'entrata della moneta metallica sarà l'effetto naturale del restringimento della circolazione, e del conseguente abbassamento del prezzo dei prodotti, quando quel restringimento sia fatto in guisa che non soltanto scompaia l'aggio ma il prezzo del biglietto in prodotti super alquanto

dell'oro. Il sollevamento del saggio dello sconto, prolungato per
tempo, sino a che la circolazione sia ristretta nei limiti anzi-
mantenuta in tali limiti, produrrà una crisi; ma non si saprebbe
vitarla, se si vuole raggiungere lo scopo cui si mira.
3. - Passiamo ora alla discussione del caso *b*), circolazione di
oneta puramente di Stato. E' chiaro che prima di pensare al-
ione del corso forzoso, si deve cominciare col restringere la cir-
ne, se si vuole evitare il fenomeno della botte senza fondo. E
stringerla, quando si tratti di circolazione di Stato, vi sono due
: o vi si dedica una parte dell'eccedenza dei bilanci o si fa un
o interno.
restringimento della circolazione col dedicarvi una parte dell'ec-
za di bilancio dà luogo ad un avanzo di carta-moneta nelle casse
Stato, avanzo che, nella misura in cui si vuol compiere il restrin-
to della circolazione, basta semplicemente distruggere. Il restrin-
della circolazione compiuto in tal modo, appunto perchè conse-
con le eccedenze del bilancio, dà garanzia di stabilità: lo Stato
ue gradualmente il debito rappresentato dalla sua carta in circo-
e senza crearne di nuovi. Inoltre il restringimento della circola-
di carta moneta avvenendo gradualmente, non dà luogo ad un
neo crollo dei prezzi. L'abbassamento dei prezzi (in carta-moneta, non
o) è inevitabile: ma per questa via vi si giunge poco per volta.
restringimento della circolazione ottenuto per mezzo di un pre-
avviene in un modo assai semplice: a mano a mano che i sotto-
ori interni fanno il loro versamento in carta-moneta, basta che lo
distrugga i biglietti riscattati col prestito perchè la circolazione
uisca, l'aggio decresca e la carta-moneta si avvii alla pari. Que-
stema è di efficacia pronta; ma la stessa sua prontezza costituisce
etto, per il subitaneo abbassamento dei prezzi e per le violenti
bazioni che produce nel mercato.
cchè — siamo sempre nella discussione del caso *b*) — ad otte-
l primo risullato della sparizione della circolazione esuberante e
ggio, il sistema preferibile è quello graduale dell'impiego delle ec-
ze di bilancio.
54. - Resta ora a vedere — sempre rimanendo nella discussione
aso *b*) — in che modo si possa poi costituire una riserva metal-
ufficiente per conferire alla carta-moneta, portata ora alla pari, il
ere assolutamente fiduciario, e quindi abolire il corso forzoso, o
ttura per sostituire la carta con altrettanto oro nella circolazione,
lire non soltanto il corso forzoso, ma addirittura la circolazione
glietto di Stato.

Si può o con le eccedenze di bilancio o col prestito interno togliere tanta carta moneta dalla circolazione che non soltanto essa giunga alla pari in *n* (Fig. 35) ma salga addirittura ad *n'*. Riscattando così una quantità di carta moneta superiore alla esuberanza, si provoca l'entrata della moneta metallica di fuori, attraverso ad un forte ribasso dei prezzi. Questo modo, appunto per la diminuzione repentina dei prezzi, dà luogo, senza dubbio, a violente perturbazioni.

Il prestito esterno non produce questo inconveniente. Alla costituzione di una riserva metallica sufficiente, o addirittura alla sostituzione dell'oro alla carta-moneta — quando, ben s'intende, prima la circolazione sia stata ristretta, facendo salire la carta-moneta da *m* ad *n* — si provvede non già mercè una ulteriore rarefazione del medio circolante, ma procurandosi l'oro di fuori.

Il sistema del prestito esterno non fece buona prova in Italia nel 1881 come prima non aveva fatto buona prova in Russia; ma è da vedere se il cattivo risultato fu dovuto al sistema in sè, ovvero a queste due circostanze: al fatto, cioè, di aver voluto procedere all'abolizione del corso forzoso in un momento inopportuno in cui la finanza non era ancora consolidata in guisa da poter sostenere il nuovo peso di interessi e da escludere la possibilità di essere trascinati di nuovo ad emissioni di stato; ed al fatto, inoltre, di non avere prima provveduto, con gli avanzi di bilancio o col prestito interno, a fare sparire l'aggio. In Italia poi si aggiunse che all'abolizione del corso forzoso del biglietto di Stato si aveva la pretesa di poter giungere mentre si faceva tuttavia sussistere una circolazione bancaria deprezzata perchè eccessiva, e perchè non corrispondente ad un portafoglio veramente buono e liquido. Non è da stupire perciò se l'oro, faticosamente ottenuto col prestito, fatta una breve comparsa sul nostro mercato, riprendesse subito la via dell'estero in conseguenza di una pessima politica bancaria che esorbitava nelle emissioni (« *Principii* 122 »). Si aggiunga che questa pessima politica bancaria scuoteva il credito del paese e ingenerava all'estero il timore che i capitali stranieri impiegati qui da noi potessero essere svalutati pel deprezzamento della carta-moneta o coinvolti in disastri bancari: sicchè gli stranieri erano indotti a ritirare i loro capitali impiegati presso di noi (1). Ond'è che l'uscita dell'oro si accentuò al

---

(1) Il meccanismo di quel fatto che noi esprimiamo con le parole « gli stranieri ritiravano i loro capitali impiegati nel nostro paese » si svolgeva attraverso il deprezzamento dei nostri titoli collocati all'estero ed al loro conseguente rientrare da noi; il che di altrettanto tendeva sfavorevole a noi la bilancia commerciale, provocando anche per quanto verso una uscita d'oro.

segno, che nel 1894 fu necessario sospendere il cambio dei biglietti di Stato in moneta metallica.

255. - Quanto alle correnti monetarie che sono suscitate dall'abolizione del corso forzoso, è da notare che mentre, in generale, nei prestiti internazionali, si ha dal paese **F** che concede il prestito verso il paese **I** che l'ottiene, una punta di avanguardia di tratte, un'avanguardia di metallo ed un grosso di titoli e di merci; nei prestiti contratti per l'abolizione del corso forzoso, diversamente si atteggiano le cose.

Il paese **I** che contrae il prestito a tale scopo, richiede che il pagamento sia tutto eseguito in moneta metallica. Ora se il prestito è considerevole, il Sindacato del paese mutuante, **F**, non può circoscrivere l'incetta al solo paese **F**: deve procurare di ripartirla tra il maggior numero possibile di paesi. Perciò un prestito esterno per l'abolizione del corso forzoso non provoca già una maestosa corrente metallica che dal paese **F** metta capo al paese **I**, bensì suscita una grande quantità di piccole correnti che da tutti i paesi si dipartono verso **I** e vi vanno a mettere foce. Questo è confermato dai fatti.

Non solo, ma anche è attestato dai fatti che l'abolizione del corso forzoso nel paese **I** tende a deprimere i prezzi in tutti gli altri, e questa depressione di prezzi in moneta, ossia questo accrescimento del prezzo della moneta in prodotti, tende a stimolare la produzione dei metalli preziosi, e quindi a colmare le lacune prodottesi nella circolazione.

Sicchè l'abolizione del corso forzoso in un paese suscita non soltanto un gran numero di piccole correnti monetarie che vi affluiscono, ma anche una copiosa corrente monetaria dai paesi a miniere, a quelli che con essi si trovano in diretti rapporti. La quale corrente poi, frazionandosi, va a colmare i vuoti che le piccole correnti hanno cagionato e lasciato nei vari paesi.

Si comprende come l'abolizione del corso forzoso in un paese, quando questo sia di notevole importanza e richieda perciò una forte massa d'oro, abbia per effetto di sollevare il prezzo ed il costo della moneta in prodotti sul mercato internazionale, e quindi abbassarvi i prezzi in moneta.

256. - Nel caso *c*) di una circolazione mista, cioè di carta-moneta di Stato e di carta-moneta bancaria, sarebbe evidentemente una fatica di Sisifo tentare di abolire il corso forzoso del biglietto di Stato, qualora si lasciasse in circolazione la carta-moneta bancaria deprezzata senza prima averla convenientemente ristretta per fare scomparire l'aggio: l'oro, posto in circolazione al posto della carta-moneta di Stato, sarebbe scacciato dalla carta-moneta bancaria. Fu questo il principale

e sostanziale errore della nostra abolizione del corso forzoso fatta dal Magliani. Sicchè, per non avere prima curato i mali della circolazione bancaria, noi contraemmo un forte prestito e ci trovammo poi col peso di questo e dei suoi interessi senza avere per nulla raggiunto lo scopo.

Si deve, dunque, anzitutto, per l'una circolazione e per l'altra, fare scomparire l'aggio: la qual cosa, per quanto riguarda la circolazione bancaria non si può ottenere che con una riduzione, sia pur graduale, del portafoglio; e per quanto riguarda la circolazione di Stato, si può conseguire o con prestiti interni, o meglio col dedicarvi gradualmente una parte degli avanzi di bilancio.

Scomparso l'aggio, per accumulare poi una riserva metallica adeguata o addirittura sostituire oro in tutto o in parte alla circolazione fiduciaria, si può ricorrere o al procedimento di contrarre ancora più la circolazione (restringendo ancora più il portafoglio per la circolazione bancaria, e ricorrendo agli avanzi di bilancio o ad un prestito interno per quella di Stato); ovvero anche, per quanto riguarda la circolazione di Stato, ricorrere ad un prestito esterno, allorchè si giudichi conveniente di non affrontare la crisi di notevoli abbassamenti di prezzo, che deve necessariamente precedere l'automatica entrata dell'oro. Ma, così concepito, attuato con gli accorgimenti preventivi visti dianzi, ed in una situazione finanziaria che permetta aggravare il bilancio degli interessi del prestito ed escluda la possibilità di un ritorno ad emissioni eccessive; allora il prestito non è più operazione disastrosa, quale si manifestò nella nostra tentata abolizione del corso forzoso. Allora il prestito può essere davvero, come diceva il Magliani nell'80, il costo necessario per assicurarsi tutti quegli altri vantaggi che derivano da una circolazione profondamente sana.

257. - Vero è che quando si tratti di paesi in ascensione ed il male della circolazione non sia profondo, si può essere dispensati dal ricorrere a questi rimedi per abolire il corso forzoso e lasciare che il male sparisca automaticamente da sè. L'esuberanza della carta-moneta è affatto relativa. Esuberante oggi nella posizione *m'*, (Fig. 36) può non esserlo più di qui a qualche tempo, quando, cresciuto il movimento di affari, si sarà sollevata la domanda di moneta, come nella posizione *m''*; ed anzi col crescere ancora del movimento di affari, come nella posizione *m'''*, si può provocare non soltanto la scomparsa dell'aggio, ma addirittura la spontanea ricostituzione della riserva d'oro.

Di ciò si hanno esempi notevoli negli Stati Uniti e nella stessa Italia.

Gli Stati Uniti durante la guerra di secessione avevano dovuto ricorrere al corso forzoso; i celebri *greenbacks* per molto tempo perde-

INDICE

I. **Banche di emissione e banche di deposito.**
Le banche di emissione 5
Le banche di deposito e sconto 6
I sistemi bancari più evoluti 8
II. **La speculazione.**
Il prezzo dei titoli e la speculazione 11
La speculazione sulle merci. I contratti a termine 14
La funzione economica della speculazione sulle merci . . . 17
La funzione economica della speculazione sui titoli. . . . 22
III. **Il meccanismo dei pagamenti internazionali con crediti** 25
IV. **« Index-numbers » e « purchasing-power »** 29
V. **L'equilibrio monetario internazionale** 35
VI. **Le correnti monetarie.**
Le grandi correnti dai paesi a miniere 38
Di alcune correnti periodiche 41
Correnti monetarie e correnti di risparmio 42
VII. **Il cambio.**
Premesse 46
Il caso ipotetico di due piazze 47
Il caso reale di più di due piazze 53
Cambi favorevoli e cambi sfavorevoli. 56
VIII. **Lo sconto.**
Premesse 57
Interesse e sconto. 57
Equilibrio e dinamica dello sconto in una circolazione puramente metallica 60
Equilibrio e dinamica dello sconto in una circolazione fiduciaria . 64
Saggio dello sconto bancario e di mercato ; la politica dello sconto 67
Il saggio dello sconto nelle crisi. 70
Il saggio dello sconto nelle guerre 73
Conclusione 75
IX. **Cambio e sconto.**
Di alcune connessioni tra cambio e sconto 76
Come si corregge il cambio 79
X. **I movimenti internazionali del risparmio.**
Premesse 82
I valori internazionali 83
Il saggio dell'interesse nell'equilibrio monetario 84
Esportazioni di risparmio e merci 85

Esportazioni di risparmio e cambio 86
Il riscatto dei titoli nazionali 88
Dati sugli investimenti all'estero. 89
XI. **Il protezionismo finanziario.**
Premesse 90
L'aspetto economico 91
L'aspetto politico 93
Conclusione 94
XII. **I quattro mercati principali.**
Il mercato inglese. 95
Il mercato francese 98
Il mercato tedesco 101
Il mercato americano 106
XIII. **Il centro mondiale della moneta e del risparmio** 110
XIV. **I paesi a circolazione avariata.**
Premesse 113
Il cambio 113
Lo sconto 117
Il corso forzoso 119